完美世界（002624）深度研究

新技术，新文创，赋能未来

2020 年 09 月 02 日

【投资要点】

- **注重研发，积极拥抱数字化技术。**完美世界研发投入持续领先于 A 股游戏公司行业水平，2019 年研发人员数量占比达 66%，两项指标均呈现持续上升态势，同时公司相继收购了世界顶尖游戏工作室，公司整体研发实力雄厚。并且在“5G+”、AI、VR/AR 等数字化技术不断融合发展的大背景下，积极研发革新数字化技术，布局云游戏，VR 电竞，实现游戏产品多端覆盖。做到人才、资金、技术多方面保证高质量作品的持续产出。
- **深耕垂直品类，开拓融合新品类产品。**完美世界在传统经典 MMORPG 游戏中优势明显，产品不断迭代更新，经典 IP 长线化运营，实现端游产品逆势增长。同时，手游营收快速增长，“端改手”打造矩阵化产品模式，并持续进行多端游戏布局，带动毛利率持续上升。并在保持原有优势的基础上，公司尝试拓宽和融合不同品类新游戏，覆盖包括卡牌、养成、二次元、女性等多个领域。2020 年新上线游戏包括《新神魔大陆》、《梦间集天鹅座》等，均取得亮眼表现。
- **全球性营销渠道覆盖，开放合作深化游戏领域多维布局。**公司自 2008 年开始逐步建立发行渠道网络，与海外代理商达成长期合作关系，并相继在美国、日本、韩国、欧洲、马来西亚等游戏主要市场成立子公司，并与 Google 达成战略合作，形成全球性渠道营销覆盖。公司与美国 Valve 公司在已有的合作基础上，开展“Steam 中国”项目合作，该项目已正式定名为“蒸汽平台”，未来有望成为中国最大的游戏聚合平台。
- **新文创思维，建立“大文化”生态圈。**完美世界以文创思维发掘事务内在价值，专注用户需求，坚持“大文化”战略，致力于跨界融合，并以数字化新文创的方式赋能其他行业。为此公司深入进行内部融合，业务彼此关联，相互支撑，开发产品矩阵，游戏、影视业务之间相互联动。8 月 8 日，公司公布 88.com 超级互联网域名，推出完美邮箱，正式进入互联网商务领域，继续完善生态服务体系，进一步建立闭环“大文化”生态圈。

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：46.45 元

东方财富证券研究所

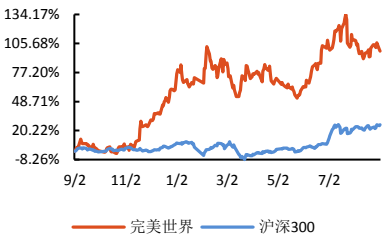
证券分析师：危鹏华

证书编号：S1160520070001

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	70428.05
流通市值（百万元）	64988.22
52 周最高/最低（元）	63.82/25.81
52 周最高/最低（PE）	51.01/17.92
52 周最高/最低（PB）	8.75/4.13
52 周涨幅（%）	98.20
52 周换手率（%）	239.14

相关研究

《《完美世界》手游表现超预期，2019 年佳作云集带来业绩增量》

2019.05.06

《增长可见的娱乐综合体》

2019.03.25

《公司发布业绩快报，游戏及影视业务仍然具备增长空间》

2018.02.01

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

【投资建议】

◆ 完美世界作为游戏+影视双擎驱动公司，游戏方面公司拥有多款经典 IP 游戏，不断迭代更新，具有品类优势领先，同时积极开拓新品品类，研发实力雄厚，布局云游戏，实现游戏多端覆盖，未来有望保持高速增长。影视方面公司有多部优质的储备影片，2020 年上半年上线多部影片，均收获亮眼表现。预计 2020-2022 年，完美世界营业收入分别为 107.4/118.9/135.1 亿元，同比增长 33.57%/10.68%/13.65%，归母净利润分别为 23.1/28.4/33.0 亿元，同比增长 53.42%/23.30%/16.18%，EPS 分别为 1.19/1.47/1.70。参考可比公司 PE 倍数和公司历史 PE 倍数区间，分别给与公司 2021 年游戏板块 32X 和影视板块 30X 估值倍数，对应公司 12 个月目标市值 900.91 亿元，目标价 46.45，首次覆盖给与“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8039.02	10737.82	11885.11	13507.21
增长率(%)	0.07%	33.57%	10.68%	13.65%
EBITDA（百万元）	1673.62	2117.25	2569.68	3065.36
归属母公司净利润（百万元）	1502.80	2305.65	2842.85	3302.89
增长率(%)	-11.92%	53.42%	23.30%	16.18%
EPS(元/股)	0.77	1.19	1.47	1.70
市盈率（P/E）	56.97	31.60	25.63	22.06
市净率（P/B）	9.00	6.16	4.97	4.06
EV/EBITDA	35.56	23.02	18.06	14.22

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

◆ 游戏版号获取不及预期，上线游戏产品表现不及预期，影视行业政策风险，核心研发人才，影视技术人员流失

正文目录

1. 公司概览：..... 6
1.1 历史沿革：多方位业务覆盖，影游双核心驱动 6
1.2 股权结构：股权结构再优化，激励制度绑定核心人才 6
1.3 业务分析：游戏为主影视为辅，移动游戏占据半壁江山 7
1.4 财务分析：营收增长稳定，移动游戏毛利率升高 8
2. 行业分析 11
2.1 游戏行业： 国内市场手游为王，海外市场持续增量 11
2.1.1 国内：手游占据绝对市场，ARPU 成主要驱动力 11
2.1.2 海外：游戏出海增速扩大，欧美日韩仍是主战场..... 15
2.1.3 新兴市场：AR/VR 仍在培育阶段，5G 云时代到来仍需时间..... 16
2.1.4 竞争格局：市场份额向头部公司集中..... 19
2.2 影视行业：行业整体去库存，影视剧“短”化趋势明显 21
3. 完美世界：拥抱数字技术，建立“大文化”生态圈 22
3.1 研发：研发投入领先，高质量团队保证产出 22
3.2 产品：保持经典 IP 优势领跑，开拓融合新品类游戏 23
3.2.1 端游：纵向延长经典 IP 寿命，横向发展新品类 IP..... 23
3.2.2 手游：“端改手”收益明显，拓品类开发新市场 25
3.2.3 电竞：拥抱数字技术，致竞未来 27
3.2.4 云游戏：积极发展新技术，多端经验确保先发优势。..... 28
3.3 出海：营销渠道全面覆盖，开放合作共建“蒸汽平台” 28
3.4 影视：核心团队实力雄厚，新文创思维助力发展 30
3.5 商务：88 品牌全新上线，再“跨界”聚焦互联网商务..... 32
4. 盈利预测和投资建议 32
5. 风险提示 34

图表目录

图表 1：完美世界历史沿革 6
图表 2：完美世界股权结构图 7
图表 3：完美世界游戏、影视业务营收占比 7
图表 4：完美世界主营业务占比 7
图表 5：完美世界游戏业务营收及增速 8
图表 6：完美世界影视业务营收及增速 8
图表 7：完美世界营业收入及增速 9
图表 8：完美世界归母净利润及增速 9
图表 9：完美世界游戏、影视业务毛利率 9
图表 10：完美世界主营业务毛利率 9
图表 11：完美世界整体毛利率、净利率 10
图表 12：完美世界三费率情况 10
图表 13：完美世界资产负债率和权益乘数 10
图表 14：完美世界流动比率和速动比率 10
图表 15：完美世界存货周转率和应收账款周转率 10
图表 16：完美世界经营活动产生的现金流量净额 10
图表 17：完美世界和可比公司商誉（亿）情况 11
图表 18：完美世界递延收益及增速 11

图表 19：中国游戏市场整体规模及增速 12
图表 20：中国自主研发游戏国内市场规模、增速及占比 12
图表 21：中国游戏用户规模及增速 12
图表 22：中国游戏用户 ARPU 及增速 12
图表 23：中国游戏产业细分实际销售收入 13
图表 24：2020H1 中国游戏产业细分市场收入占比 13
图表 25：2020H1 收入前 100 移动游戏类型分布 13
图表 26：2020H1 收入前 100 移动游戏产品收入分布 14
图表 27：2020H1 收入前 100 移动游戏产品收入贡献系数 14
图表 28：中日美移动游戏市场规模全球占比 14
图表 29：2018 中日美移动游戏人均消费（美元） 14
图表 30：中国移动游戏年龄分布 15
图表 31：美国游戏消费结构 15
图表 32：中国自主研发游戏海外市场规模及增速 16
图表 33：中国自主研发游戏国内、海外市场规模增长速度 16
图表 34：2020H1 中国自主研发游戏海外重点区域收入分布 16
图表 35：2020H1 中国自主研发游戏出海类型分布 16
图表 36：中国 AR 市场实际销售收入 17
图表 37：中国 AR 市场用户规模 17
图表 38：中国 VR 市场实际销售收入 17
图表 39：中国 VR 市场用户规模 17
图表 40：中国 5G 基站个数（万） 17
图表 41：中国云游戏市场规模 17
图表 42：中国云游戏产业链 18
图表 43：百亿以上市值且拥有游戏业务的上市企业云游戏布局状况 18
图表 44：百亿以下市值且拥有游戏业务的上市企业云游戏布局状况 18
图表 45：2019 中国 Top 5 游戏公司营收情况 19
图表 46：2019 游戏行业市场份额分布 19
图表 47：头部游戏公司市占率情况 19
图表 48：二线游戏公司市占率情况 19
图表 49：头部游戏公司 ROE 情况 20
图表 50：头部游戏公司 ROI 情况 20
图表 51：国内市场流量分布情况 20
图表 52：头部公司海外营收规模情况（除腾讯） 20
图表 53：国产剧集上线总量及增速 21
图表 54：电视剧备案数量及增速 21
图表 55：电视剧备案数及平均集数 22
图表 56：2020H1 备案电视剧题材分布 22
图表 57：影视制作公司存货情况 22
图表 58：游戏公司研发费用支出情况 23
图表 59：游戏公司研发费用率 23
图表 60：游戏公司研发人员人数 23
图表 61：游戏公司研发人员占比 23
图表 62：完美世界 PC 端网络游戏营业收入及增长 24
图表 63：完美世界 PC 端网络游戏增长率及端游市场整体增长率 24
图表 64：完美世界仍在运营端游一览 24
图表 65：完美世界手游营业收入及毛利率 25
图表 66：完美世界手游占收入构成和利润构成 25
图表 67：2019-2020 完美世界新上线手游一览 26
图表 68：2019 中国移动游戏收入 Top5 26
图表 69：女性游戏和二次元游戏市场规模及增速 26
图表 70：完美世界 梦间集天鹅座 26
图表 71：完美世界代理游戏及举办大型国际赛事一览 27

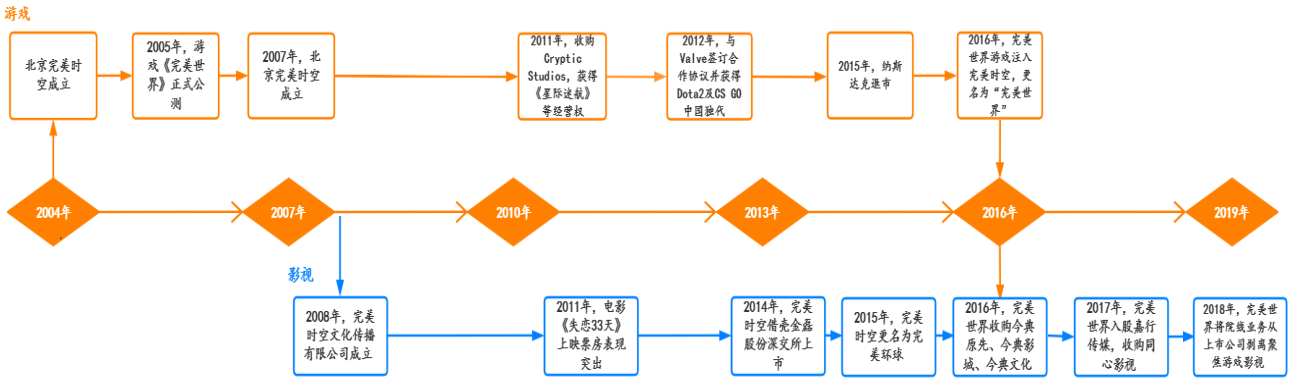
图表 72：DOTA2 VR 观赛体验 27
图表 73：完美世界 5G、AR、云游戏海报 28
图表 74：完美世界海外营收及增速 29
图表 75：完美世界海外营收占比情况 29
图表 76：2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力 Top10 29
图表 77：6.15-6.21 Steam 在线人数 Top 5 29
图表 78：完美世界影视业务营收及增速 30
图表 79：完美世界影视业务毛利率及行业均值 30
图表 80：2018-2020 公司影视作品一览（部分） 30
图表 81：完美世界旗下完美影视核心制作团队 31
图表 82：完美世界旗下完美邮箱 32
图表 83：完美世界主营业务盈利预测 33
图表 84：可比公司估值 33
图表 85：完美世界历史 PE（TTM）区间 34
图表 86：完美世界历史 PE（TTM）区间 34

1. 公司概览：

1.1 历史沿革：多方位业务覆盖，影游双核心驱动

完美世界股份有限公司是我国最大的影游综合体，业务涵盖完美世界游戏、完美世界电竞和完美世界影视三大板块。2004 年，完美世界游戏正式创立，其推出的《完美世界》以自主研发的 3D 引擎和来自《山海经》的中国传统经典内容大获成功。2007 年 7 月，完美世界游戏成功于美国纳斯达克上市。2008 年，完美世界影视成立，并于 2014 年 12 月成功登陆 A 股市场，公司名称为“完美环球娱乐股份有限公司”（股票代码：002624）。2012 年公司与 VALVE 达成合作，代理大型电竞游戏《DOTA2》，并于 2016 年再次代理大型射击类游戏《CS:GO》。2015 年 7 月，完美世界游戏完成私有化。2016 年 4 月，完美环球通过发行股份购买资产的方式成功将完美世界游戏注入上市公司。2016 年 7 月，完美环球娱乐股份有限公司正式更名为完美世界股份有限公司，简称完美世界。这一举措意味着完美世界正式回归国内 A 股市场，并且完成其上市体系影游业务的全面重组，同时也宣告了中国最大影游综合体正式诞生。2016 年 10 月，完美世界院线公司和影院管理公司成立，主要从事院线经营及影院经营。2017 年 6 月，完美世界影视、威秀娱乐集团、WME | IMG 中国三家公司，在上海举办联合发布会，宣布共同成立完美威秀娱乐集团。2018 年 1 月，完美世界发布公告，将院线业务相关资产转让给完美世界控股集团。2019 年完美世界协助 VALVE 举办世界范围内最高级别的 DOTA2 电竞比赛——2019 DOTA2 国际邀请赛（简称 TI9），进一步提高中国电竞行业在世界范围内的影响和地位。

图表 1：完美世界历史沿革



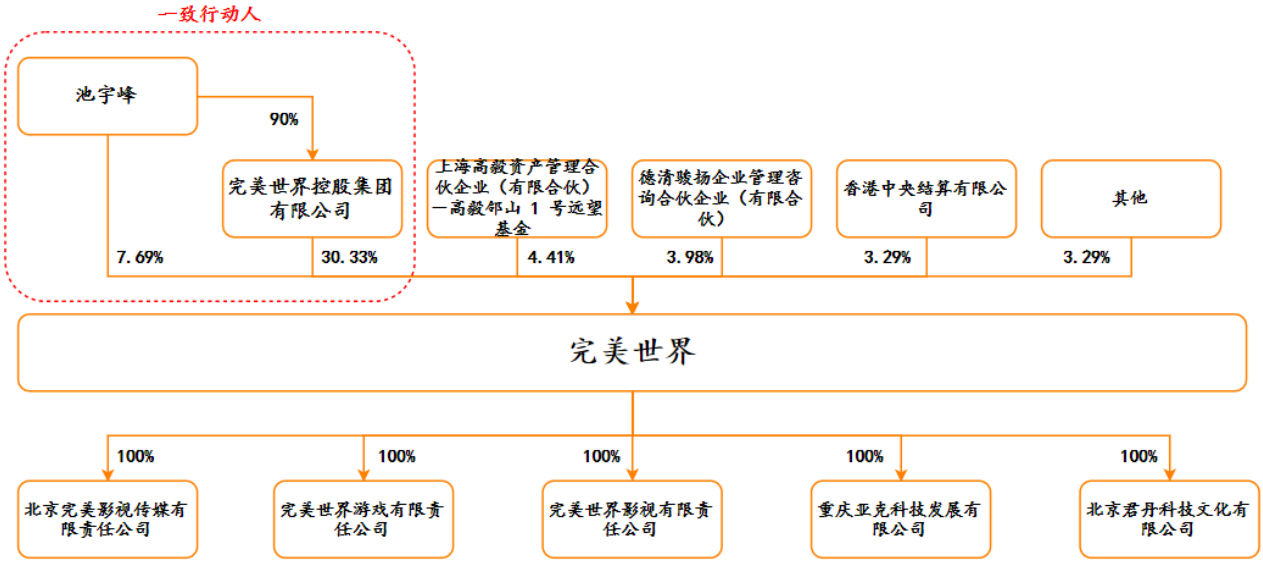
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2 股权结构：股权结构再优化，激励制度绑定核心人才

股权结构逐渐优化，激励制度绑定核心人才。截止 2020 年 6 月 30 日公司第一大股东为完美世界控股集团有限公司，共持有公司 30.33%股权。公司创始人兼实际控制人池宇峰先生直接和间接持有公司股权比例合计 34.99%。2020 年 6 月 12 日，公司第一大股东完美控股集团有限公司与北京东富锐进投资管理有限公司（有限合伙）签署《股权转让协议》，向东富锐进转让其所持有的

占完美世界总股本 5%的股份，截止 7 月 6 日临时公告，东富锐进成为公司第三大股东。本次协议转让目的是优化资产负债结构，降低债务杠杆，本次协议转让取得的价款将主要用于偿还完美控股及其一致行动人的股票质押借款及相利息，进一步降低股票质押比例。除此之外，公司实行员工持股计划，公司核心研发技术人才，制作团队核心导演、制片人通过持股平台间接持有公司股权，进而增强核心人才稳定性。

图表 2：完美世界股权结构图（截止 2020-06-30）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

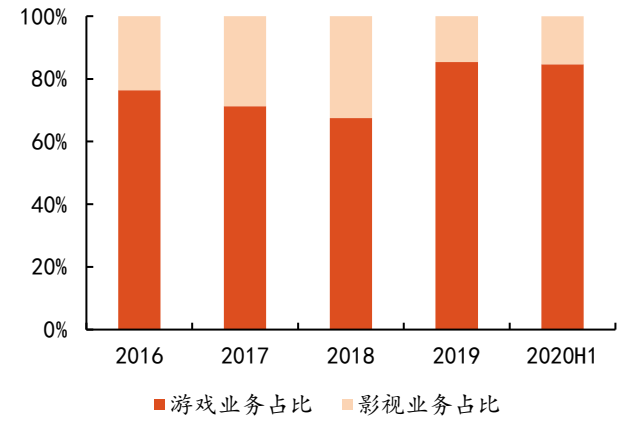
1.3 业务分析：游戏为主影视为辅，移动游戏占据半壁江山

游戏业务占比持续扩大，影视业务占比缩减。公司主营业务主要分为游戏业务和影视业务两大类。其中游戏业务主要包括主机游戏业务、PC 端游戏业务、移动游戏业务和游戏相关业务，影视业务主要包括电视剧业务、艺人经纪及综艺节目和影视相关其他业务，2018 年及以前主要还包括院线业务和电影业务。2019 年游戏业务占比 85.34%，占比同比增加 17.86 个百分点。影视业务 2019 年占比 14.66%，同比减少 17.86 个百分点，主要系不再纳入院线业务导致。2020 年上半年，影视业务与游戏业务占比基本与 2019 年持平，游戏业务占比 84.70%，影视业务占比 15.28%。

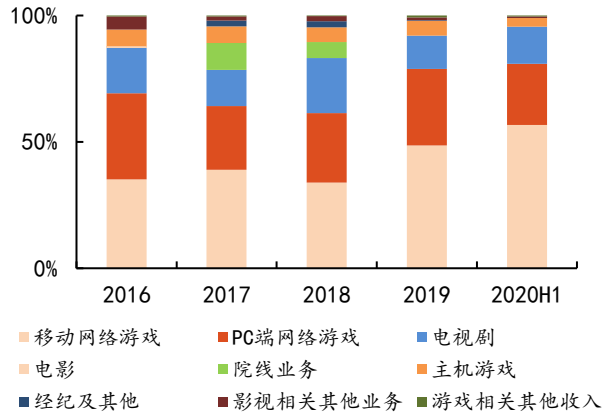
移动游戏占比首次超过 50%。2016 年移动网络游戏与 PC 端网络游戏营业收入占比基本相同（移动网络游戏：35.15%，PC 端网络游戏：34.06%），2019 年移动游戏占比 48.56%，接近一半，而 PC 端网络游戏占比下降至 30.27%，同时主机游戏占比在四年中基本保持稳定但略微下降。2020 年上半年，移动游戏营收占比达 56.68%，首次超过 50%，，较 2019 年上半年增长 10.37 个百分点，并且维持高速增长态势。

图表 3：完美世界游戏、影视业务营收占比

图表 4：完美世界主营业务占比



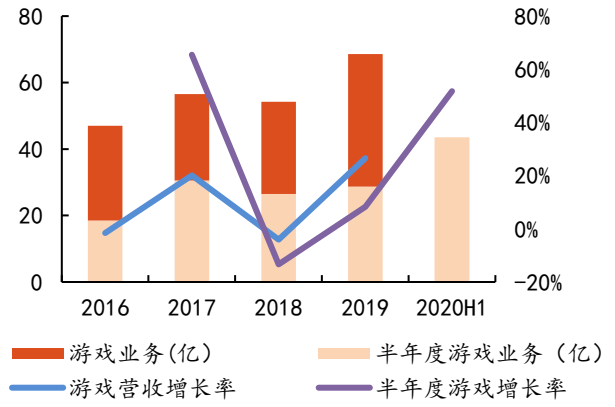
资料来源：公司公告、东方财富证券研究所



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

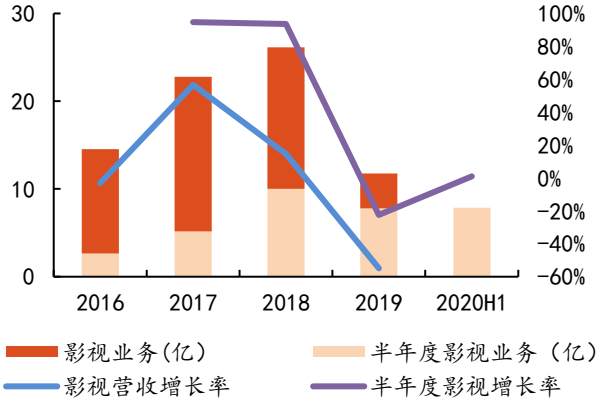
游戏持续高速发展，影视实现正向增长。2019 年完美世界游戏业务营业收入达 68.6 亿，同比增长 26.56%，四年复合增长率达 9.9%。影视业务 2017 年以来持续三年下降，2019 年营收 11.78 亿元，同比下降 54.90%。根据最新发布的 2020 年半年度报告显示，公司 2020 年上半年两项主营业务均实现正向增长，其中游戏业务收入 43.57 亿元，同比增长 51.81%，继续保持高速发展态势，影视业务营收 7.86 亿元，同比增长 1.03%，实现增速由负转正。

图表 5：完美世界游戏业务营收及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 6：完美世界影视业务营收及增速



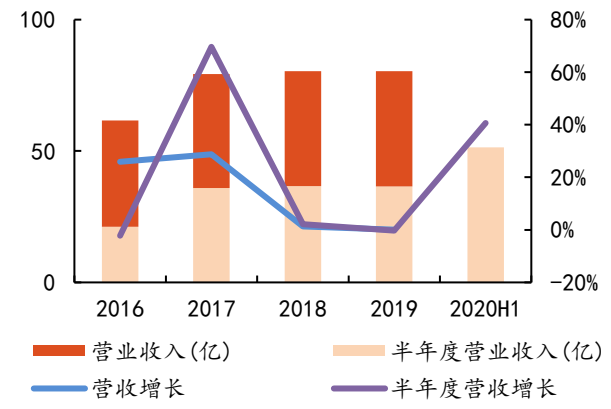
资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

1.4 财务分析：营收增长稳定，移动游戏毛利率升高

营业收入稳定，归母净利润增速下滑。2016 年完美游戏业务注入完美世界，使得公司在 2016 年营业收入和净利润快速增长，营业总收入增长近四倍，归母净利润同比增长 767.54%。2019 年完美世界实现营业收入 80.38 亿元，与 2018 年 80.34 亿元、2017 年 79.30 亿元的水平基本持平。这主要是由于 2018 年公司将旗下院线业务出售给母公司完美世界控股集团，院线业务自 2018 年 8 月起不再纳入上市公司合并报表范围，剔除上述影响后，公司营业收入同比增长 6.78%。2019 年实现归母净利润 15.03 亿元，同比下降 11.92%，主要系影视业市场及环境等因素影响利润下滑，计提资产减值 7 亿元。2020 年上半年公司实现营业收入 51.44 亿元，同比增长 40.70%，归母净利润 12.71 亿元，同比增长

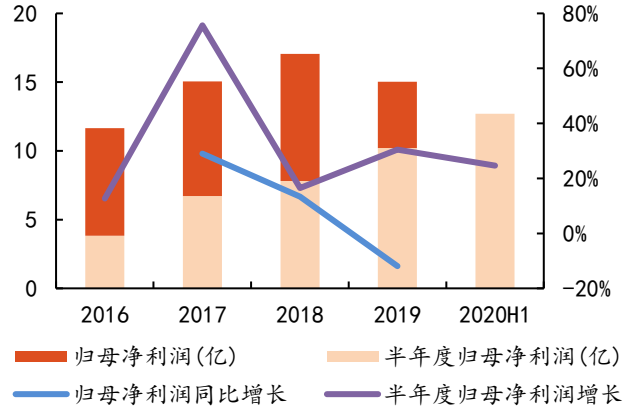
24.61%，仅上半年实现了 2019 年 85%的归母净利润。

图表 7：完美世界营业收入及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

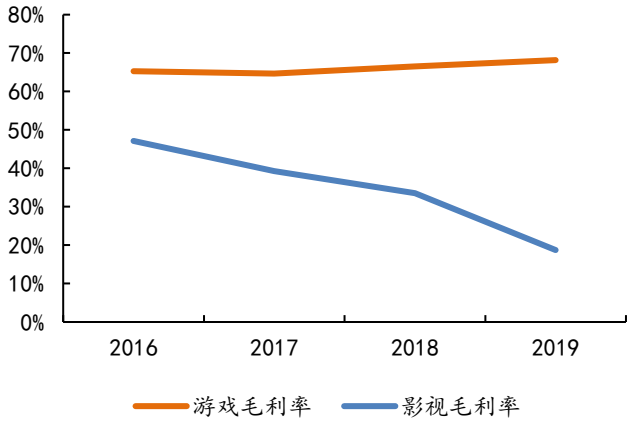
图表 8：完美世界归母净利润及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

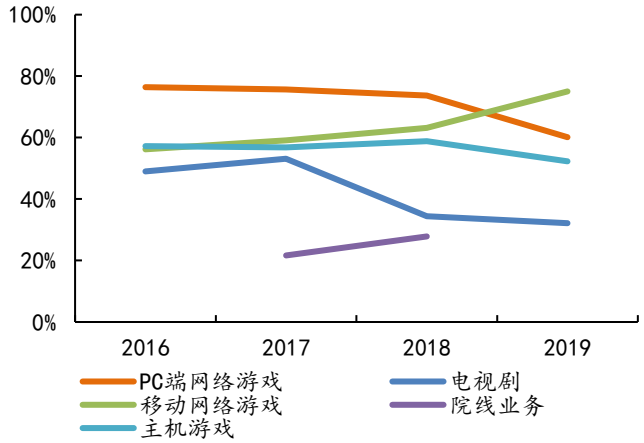
移动游戏毛利率大幅提高，影视业务表现不佳。2016 至 2019 年，公司游戏业务毛利率基本保持稳定，略有上升。2019 年游戏业务毛利率达 68.17%，同比上升 1.61 个百分点。影视业务毛利率持续下滑，从 2016 年的 47.13%下滑至 18.73%，其中 2019 年同比下滑幅度超过 44%。从占比超过 5%的主营业务毛利率来看，由于《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等新品移动游戏备受市场认可，为公司带来了良好的收益，公司 2019 年移动游戏毛利率较 2018 年同比增长 11.84%，至 75.02%。影视业务方面，受市场及行业整体环境影响，影视业绩不及预期，报告期内电视剧业务毛利率同比下降 2.25%，至 32.15%。

图表 9：完美世界游戏、影视业务毛利率



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 10：完美世界主营业务毛利率

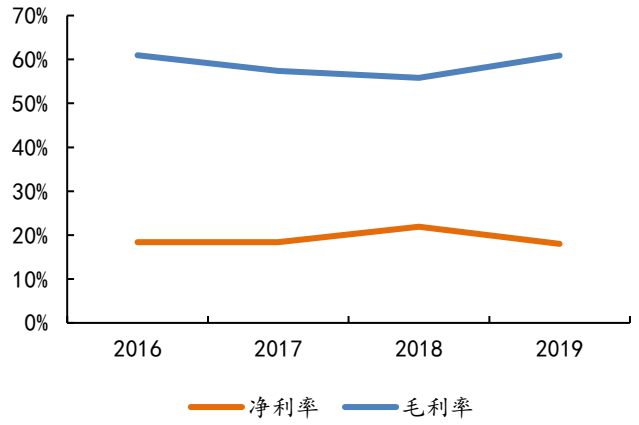


资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

毛利率、净利率稳定，游戏业务推广提升销售费用率。2019 年公司毛利率达 60.92%，较 2018 年增长 5.11 个百分点，净利率下滑 3.9%个百分点，主要系销售费用增长所致。总体来看公司毛利率、净利率均保持稳定略微增长态势。费用率方面，2016 年公司并入游戏业务导致管理费用大幅上升，2018 年单独披露研发费用后，管理费用基本保持稳定。公司销售费用率自 2018 年开始大幅上升，这一费用主要涉及游戏推广，2018 年公司开始加大游戏渠道买量，导

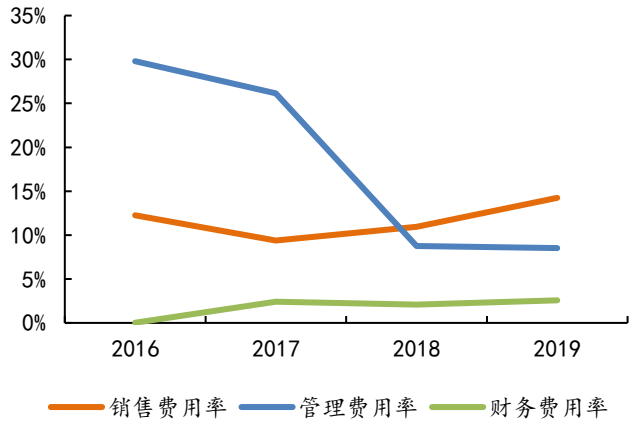
致费用上升，进而带动销售费率上升。2019 年销售费用同比上升 30%，主要系新游戏上线市场宣传费用上升导致。

图表 11：完美世界整体毛利率、净利率



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

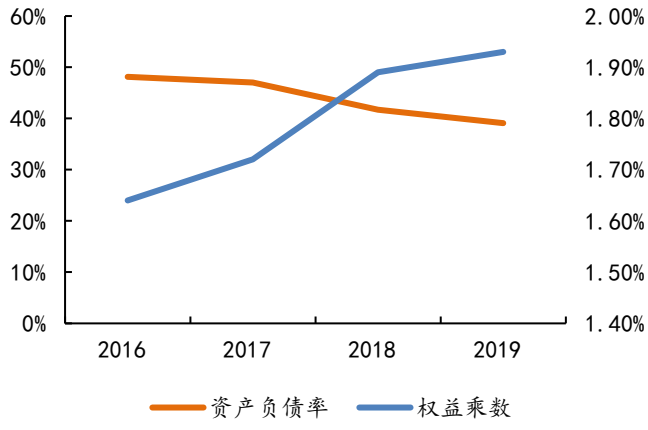
图表 12：完美世界三费率情况



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

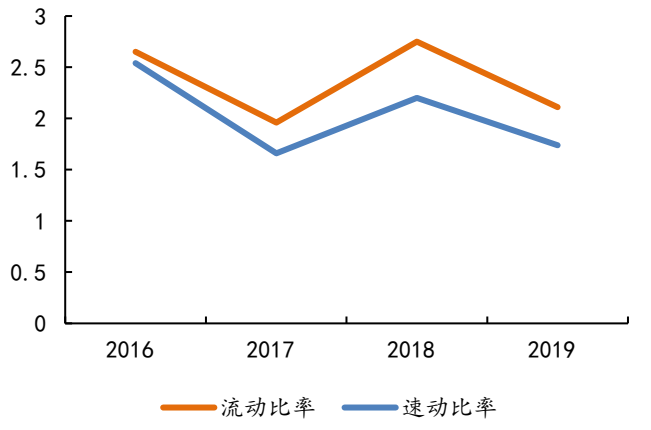
存货增加影响财务指标，18 年版号政策影响已基本恢复。公司影视业务存货增加，影响了相关财务指标，从 2019 年下半年开始，公司开始进行影视精品化投资，减少影视剧业务投资的同时，推动公司去库存的进行。随着库存进一步出清，相关指标有望回升。2018 年由于版号政策导致的新游戏上线推迟，影响公司现金流入，同时影视剧业务规模扩大，相关回款按照合同约定存在一定周期，导致当年经营活动产生的现金流量净额为负，2019 年已由负转正，并大幅增长。

图表 13：完美世界资产负债率和权益乘数



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

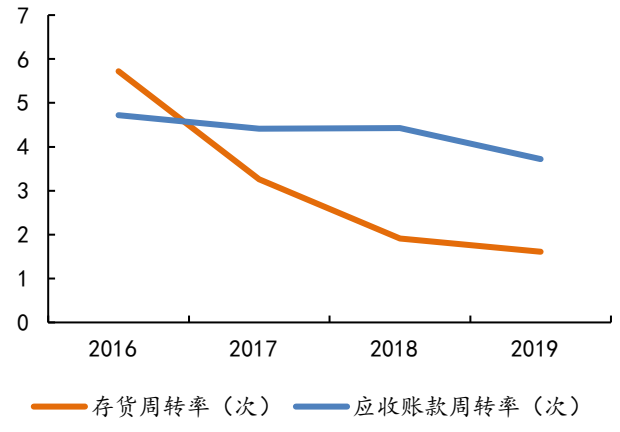
图表 14：完美世界流动比率和速动比率



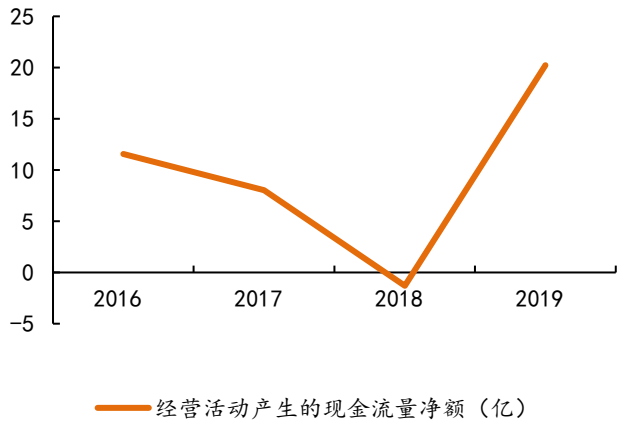
资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 15：完美世界存货周转率和应收账款周转率

图表 16：完美世界经营活动产生的现金流量净额



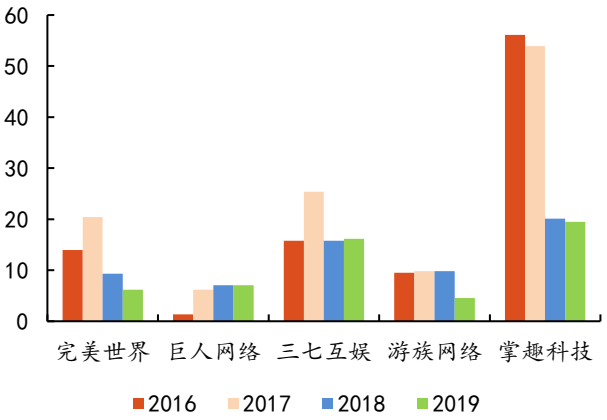
资料来源：公司公告、东方财富证券研究所



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

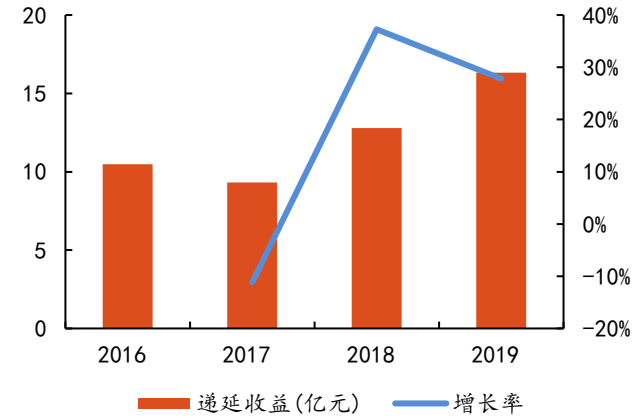
商誉逐年降低，递延收益呈上升态势。2019 年，完美世界商誉为 6.196 亿元，较 2018 年减少 3.124 亿元，2018 年受剥离院线业务影响，商誉大幅降低，由此连续三年商誉持续下降。截止 2020 年第一季度，公司商誉为 6.196 亿元，同行业公司三七互娱 16.15 亿、掌趣科技 19.46 亿、世纪华通 154.2 亿、巨人网络 7.06 亿相比，处于一个相对较低的水平。商誉减值风险进一步降低。2019 年公司账面递延收益余额为 16.33 亿元，同比增长 27.78%，创历史最高点。

图表 17：完美世界和可比公司商誉（亿）情况



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 18：完美世界递延收益及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

2. 行业分析

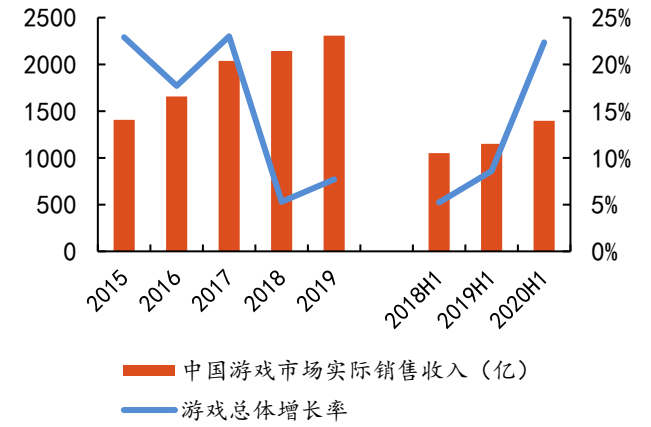
2.1 游戏行业： 国内市场手游为王，海外市场持续增量

2.1.1 国内：手游占据绝对市场，ARPU 成主要驱动力

游戏行业市场规模稳定增长，自主研发游戏占比持续上升。根据音数协游戏工委数据，2019 年中国游戏市场实际销售收入达 2308 亿元，同比增长 7.7%，增速较 2018 年同比上升 2.4 个百分点。2015 年至 2019 年，中国游戏实际销售额上涨了 901 亿元，五年复合增长率达 10.41%。虽然从 2018 年开始增速放缓，

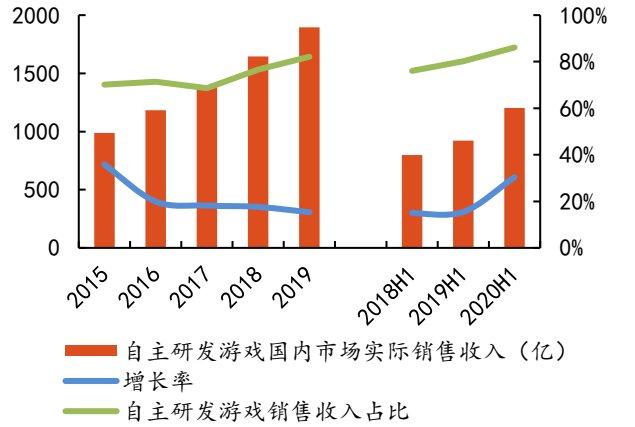
但中国游戏市场规模仍然保持着稳定增长的态势。这其中 2019 年自主研发游戏销售收入 1895.1 亿元，同比增长 15.30%，占比达 82.08%。自主研发游戏国内市场销售收入自 2015 年以来翻了一倍，五年复合增长率达 13.94%，增长速度超过游戏市场规模增速。2020 年，受疫情影响，人们多转向线上娱乐方式，推动了游戏销售规模的增长。上半年中国游戏市场实际销售额达 1394.93 亿元，同比增长 22.34%%，其中自主研发游戏实际销售收入 1201.4 亿元，同比增长 30.38%，占总销售收入比例达 86.13%，创下新高。

图表 19：中国游戏市场整体规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

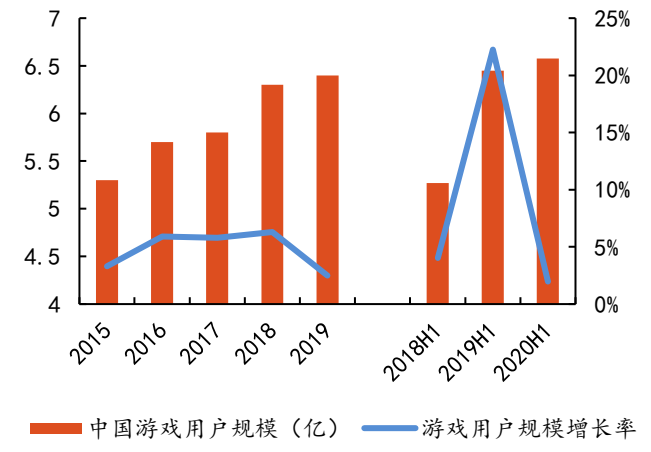
图表 20：中国自主研发游戏国内市场规模、增速及占比



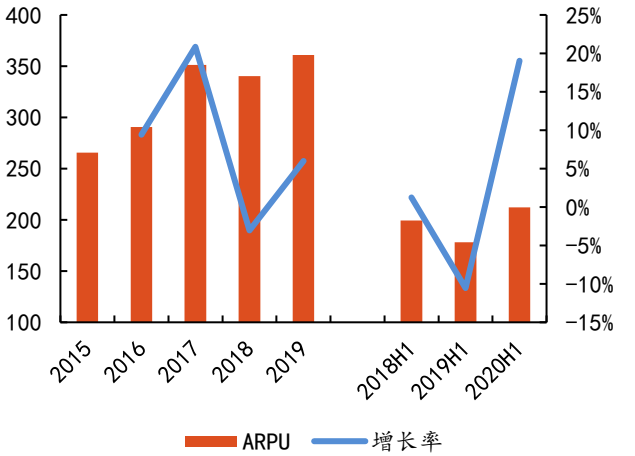
资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

用户规模增长放缓，疫情推动 ARPU 短期快速增长。由于游戏收入可以看做用户数和单用户平均收入（ARPU）的乘积，因此将用户规模和 ARPU 看做游戏市场规模增长的两个驱动因素。用户规模方面，根据音数协游戏工委数据，2019 年中国游戏产业用户规模达到 6.4 亿人，只比 2018 年增涨约 1000 万人，同比增长仅为 2.5%，增速放缓明显，人口红利逐渐消失。ARPU 方面，2019 年 ARPU 同比增长 5.0%至 360.75 元，较 2018 年的-1.9%明显提速。2020 年上半年，即使受到疫情影响人们转向线上娱乐方式，用户规模仍未迎来快速增长，仅增加了约 1271 万人。同期 ARPU 同比大幅上涨 19.04%，至 212.16 元，2019 年上半年 ARPU 仅为 178.23 元。

图表 21：中国游戏用户规模及增速



图表 22：中国游戏用户 ARPU 及增速

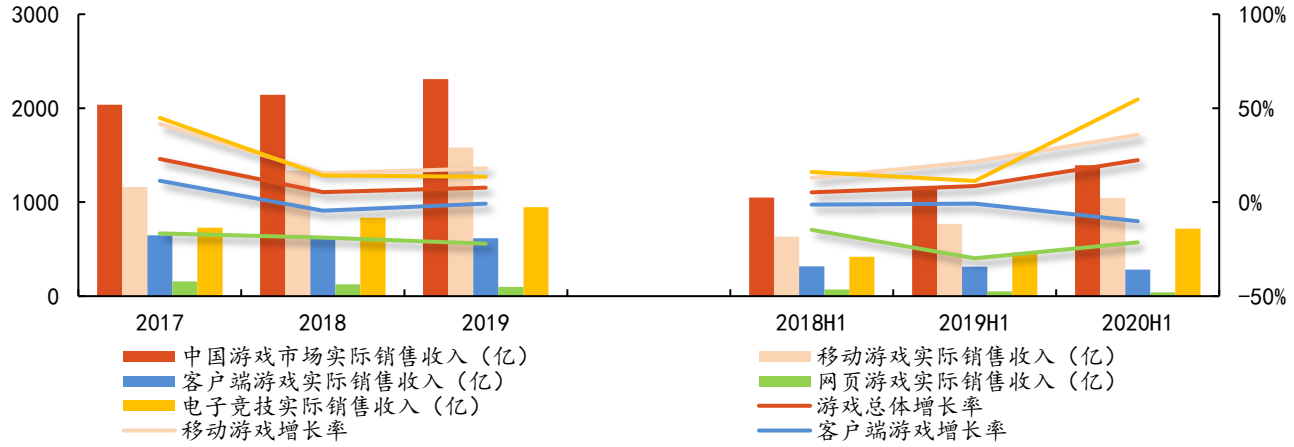


资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

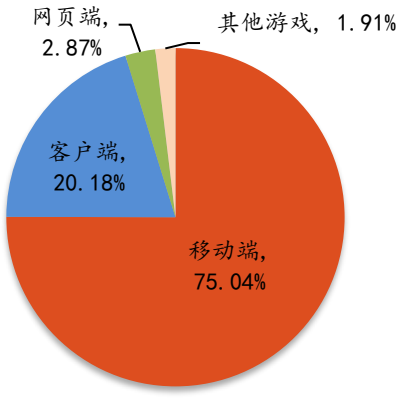
移动游戏市场快速发展，客户端、网页游戏营收缩减。细分游戏行业来看，移动游戏市场呈现高速发展的态势，2019 年移动游戏市场实际销售收入 1581.1 亿，同比增长 18%，五年复合增长率达 25.17%。移动游戏市场已成为中国最大的游戏市场，2019 年移动游戏收入占总收入规模的 68.5%，这一数据在 2015 年占比约为 36.57%，五年上涨了约 33 个百分点，2020 年上半年营收占比 75.04%，达 1046.73 亿元，同比增长 35.81%，移动游戏占比较 2019 年上涨 6.56 个百分点。2017 年《绝地求生》等优秀游戏的上线，为客户端游戏带来了一定量的收入增长。其后两年，客户端游戏营收略有下降，2019 年下滑 0.7%，相较于 2018 年 4.5%的下滑速度有所放缓。网页游戏营收逐年下降，且下降速度逐渐扩大。2019 年网页游戏实现收入 98.7 亿元，同比下降 22%，较 2015 年 219.6 亿元的营收已下降超过 55%。随着电子竞技项目发展日益成熟，电子竞技相关产品销售收入保持快速上升趋势，根据中国音数协工委数据，2020 年上半年，中国电竞游戏市场实际销售收入达 719.36 亿元，同比增长约 55%。中国电竞用户持续增长，用户规模达 4.84 亿，同比增长近 10%。目前，中国已成为全球最大电竞市场，中国电竞战队水平处于全球第一梯队，电竞市场化程度日渐完善。

图表 23：中国游戏产业细分实际销售收入



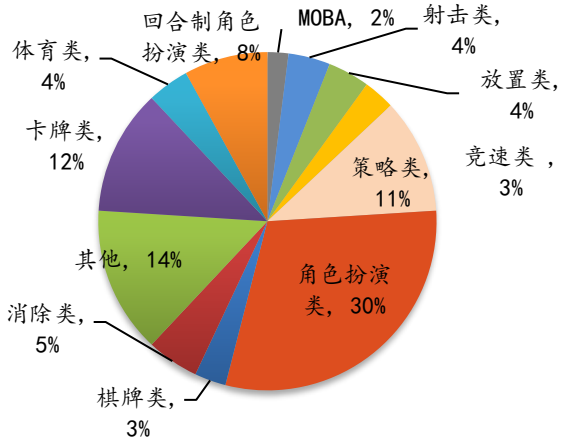
资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 24：2020H1 中国游戏产业细分市场收入占比



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

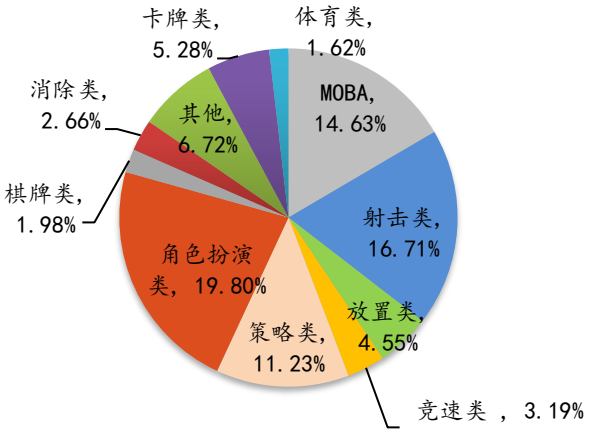
图表 25：2020H1 收入前 100 移动游戏类型分布



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

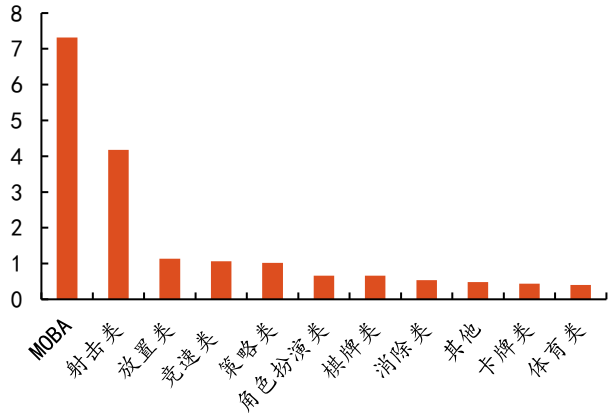
角色扮演游戏占比下降，多人竞技类、射击类游戏收入贡献度高。根据《2020 年 1-6 月中国游戏产业报告》，中国移动游戏收入前 100 的产品中，RPG 类游戏共 38 款，其中回合制角色扮演 8 款，较 2019 年的 48 款数量下降；其后分别是卡牌类游戏 12 款、策略类游戏 11 款，消除类游戏 5 款，体育类和放置类游戏 8 款等。产品收入分布方面，收入占比超过 10%的游戏中，RPG 类游戏占比 19.80%，占比较 2019 年的 45.49%大幅下降。射击类游戏排名第二占比，16.71%，占比较 2019 年的 8.55%增长一倍，MOBA 类占比 14.63%，策略类占比 11.23%。使用产品收入与产品数量的比值计算产品收入贡献系数，多人竞技类游戏由于《王者荣耀》的出色表现贡献率最高达 7.32，《和平精英》等射击类游戏的快速发展使得射击类游戏贡献系数 4.18，排名第三的是放置类游戏，策略类游戏贡献系数为 1.02，RPG 类游戏仅为 0.66。

图表 26：2020H1 收入前 100 移动游戏产品收入分布



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 27：2020H1 收入前 100 移动游戏产品收入贡献系数

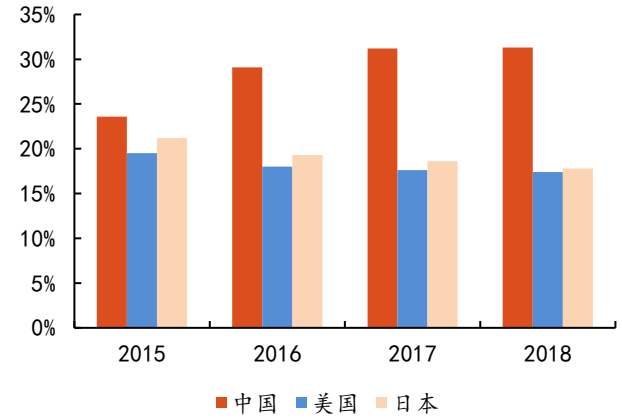


资料来源：东方财富证券研究所

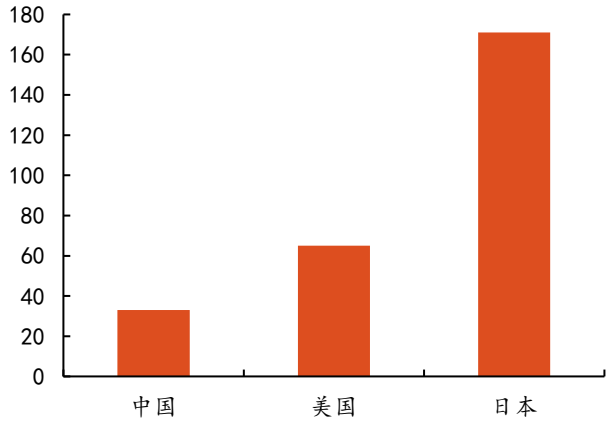
对标美日，中国已成为全球最大移动游戏市场，人均消费仍有上涨空间。根据 Newzoo 的统计数据显示，2015-2018 年中美日分别为世界前三大手游市场，其中中国市场占比超过 30%，并且呈现持续上升态势，2018 年美国和日本手游市场规模全球占比基本持平，分别为 17.4%和 17.8%，并且受增速影响，呈现出下降趋势。人均付费方面，2018 年日本手游用户人均付费率约为 1212 人民币（171 美元），是全球人均最高手游支付费用最高的国家，约是排名第三的中国 6 倍，同期日本人均 GDP 水平约为中国的 4 倍。由此可见，在手游人均贡献方面，中国市场还有一定的上升空间。

图表 28：中日美移动游戏市场规模全球占比

图表 29：2018 中日美移动游戏人均消费（美元）



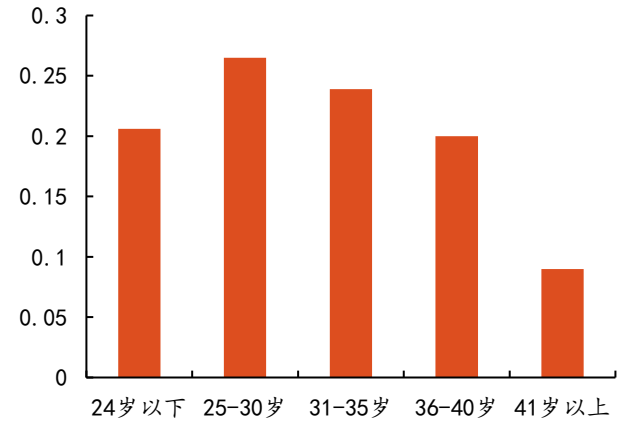
资料来源：Newzoo、伽马数据、东方财富证券研究所



资料来源：Newzoo、伽马数据、东方财富证券研究所

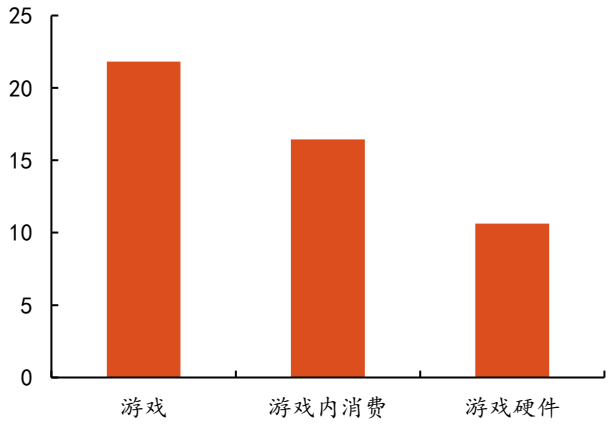
年龄结构，消费结构与日美存在差异。根据艾媒咨询报告显示，中国移动游戏用户年龄结构整体呈现年轻化发展态势，其中 30 岁以下用户占比过半，40 岁以上用户占比仅为 9%。而日本游戏玩家年龄普遍较高，据 GameAge 调查，2018 年，日本手游玩家的平均年龄接近 40 岁。2018 年上半年日本市场主要游戏中，《怪物弹珠》玩家平均年龄 41.7 岁，《龙珠 Z：爆裂大战》平均 40.7 岁，《荒野行动》平均 36.7 岁，《最终幻想 Record Keeper》平均 41.6 岁，《偶像大师 剧场时光》平均 38.2 岁，《碧蓝幻想》平均 41 岁。在消费结构方面，美国付费用户每个月购买付费游戏平均花费 21.81 美元，占比约 44.62%，游戏内消费的费用占比约为 33.63%。而中国游戏用户更倾向于在免费游戏中进行消费，而非购买付费游戏。

图表 30：中国移动游戏年龄分布



资料来源：艾媒咨询、东方财富证券研究所

图表 31：美国游戏消费结构

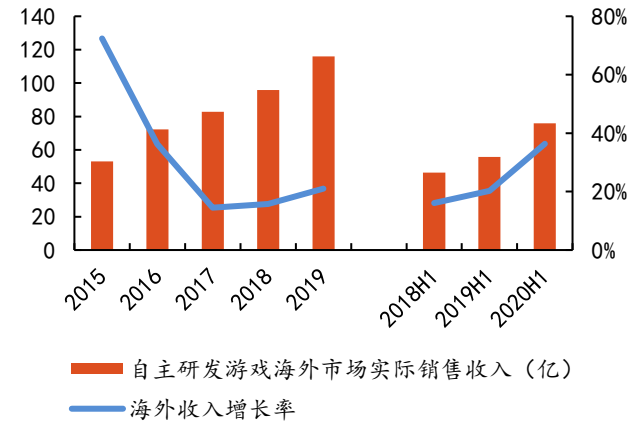


资料来源：technalysis、东方财富证券研究所

2.1.2 海外：游戏出海增速扩大，欧美日韩仍是主战场

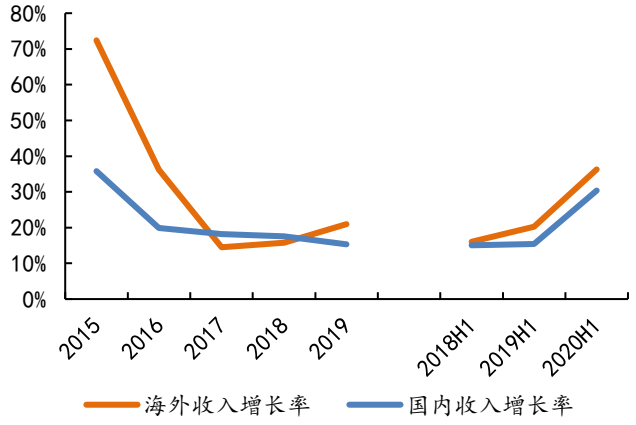
海外市场规模加速扩大，增速快于同期国内市场。2019 年中国出海游戏海外市场规模为 115.9 亿，同比增长 21%，五年复合增长速度达 16.9%。2020 年上半年海外游戏收入 75.89 亿元，同比增长 36.52%。增长速度方面，除 2017、2018 年外，海外游戏收入增速高于国内游戏增速，2020 年上半年海外游戏增长速度比国内同期增长速度快约 6 个百分点。

图表 32：中国自主研发游戏海外市场规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

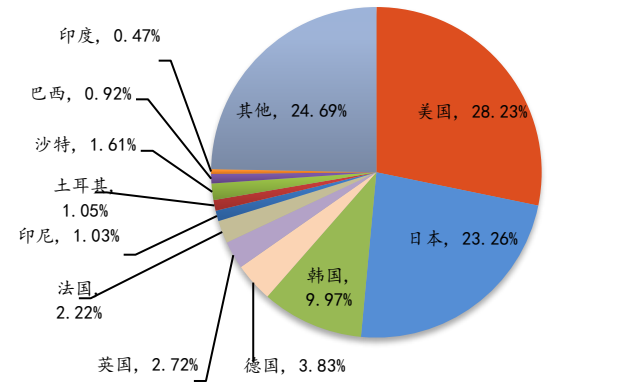
图表 33：中国自主研发游戏国内、海外市场规模增长速度



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

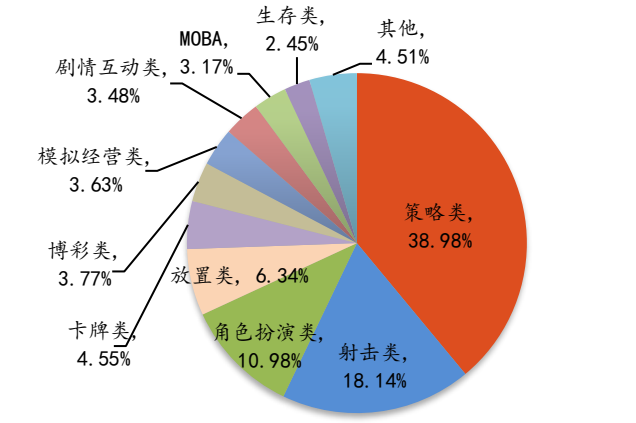
欧美和日韩仍是海外游戏主战场，策略类游戏出海占比最高。根据《2020年1-6月中国游戏产业报告》，欧美与日韩市场仍为中国海外游戏的主要收入来源市场。其中美国市场销售收入占比28.23%，排名第一，其后分别是日本（23.26%）、韩国（9.97%）、德国（3.83%）和英国（2.72%）。中国自主研发移动游戏出海类型分布中，策略类游戏是最主要的出海游戏，占比最高达38.98%；排名第二的是射击类游戏，占比18.14%；排名第三的是角色扮演类，占比10.98%，MOBA类游戏占比为3.17%。

图表 34：2020H1 中国自主研发游戏海外重点区域收入分布



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 35：2020H1 中国自主研发游戏出海类型分布



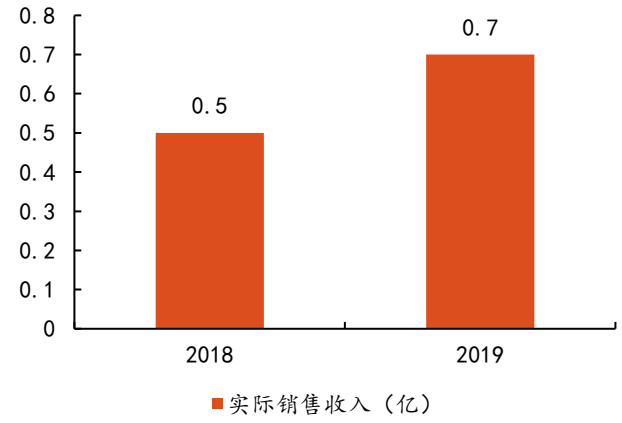
资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

2.1.3 新兴市场：AR/VR 仍在培育阶段，5G 云时代到来仍需时间

AR 和 VR 游戏市场仍在培育阶段，市场和用户规模处于较低水平。2019 年，AR 市场实际销售收入 0.7 亿元，较 2018 年增加了 0.2 亿元，同比增长 64.3%，因为总体销售收入基数较小，所以增速较快。同期，AR 游戏用户规模从 2018 年的 124 万人增加至 2019 年的 140 万人，同比增长率 14.4%，用户数较小，无

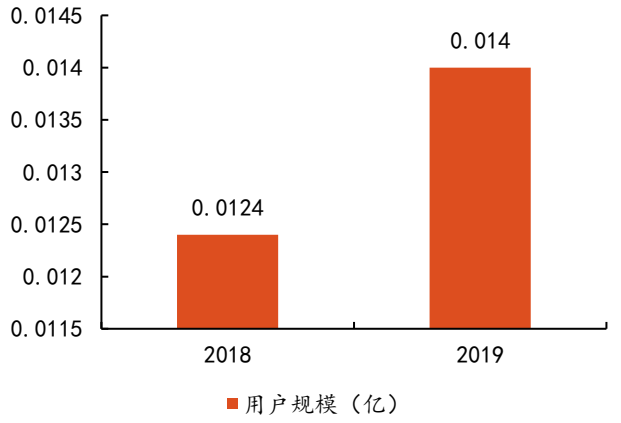
法达成规模。目前中国 AR 技术常见于内嵌进某大型移动游戏，以增强游戏可玩性。VR 游戏市场 2019 年实际销售收入 26.7 亿，同比增长 49.16%，用户规模约为 830 万，同比增长 22.06%。虽然相较于 AR 游戏市场，VR 游戏市场规模相对较大，但二者在中国市场中仍处于初期培育阶段，用户规模基数较小。伴随着 5G 时代到来，技术逐渐成熟，AR 和 VR 市场有望迎来新的发展机遇，成为未来游戏发展的方向。

图表 36：中国 AR 市场实际销售收入



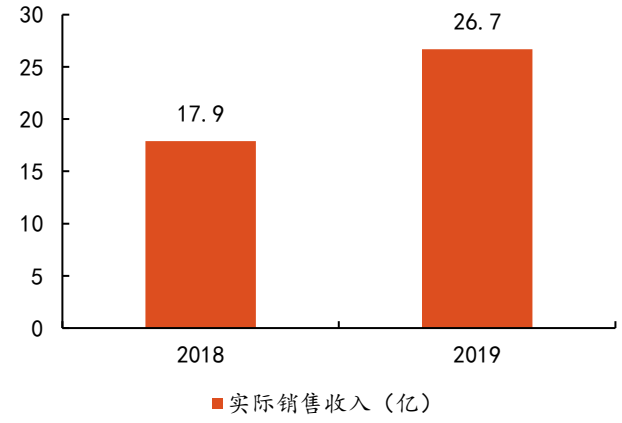
资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 37：中国 AR 市场用户规模



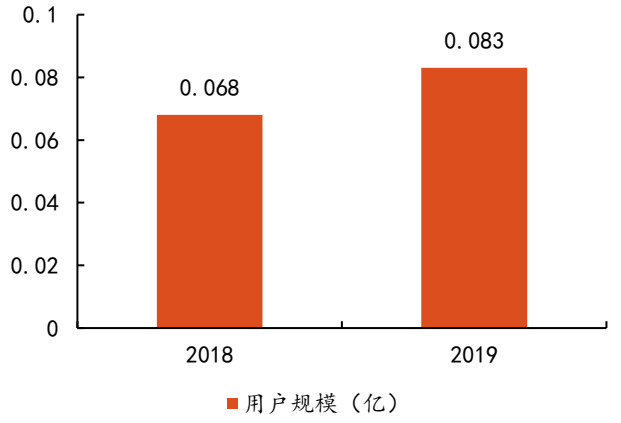
资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 38：中国 VR 市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

图表 39：中国 VR 市场用户规模

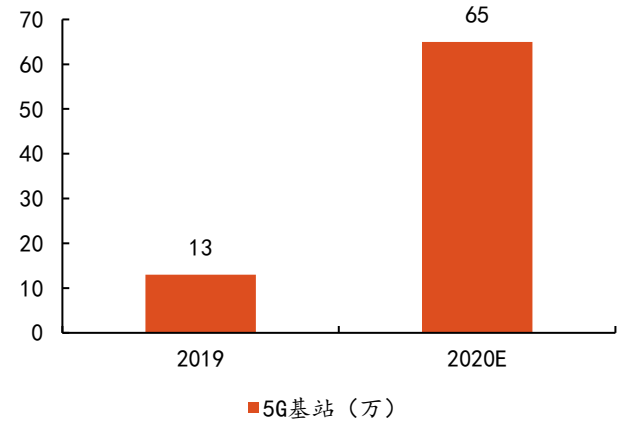


资料来源：中国音数协游戏工委、国际数据公司、东方财富证券研究所

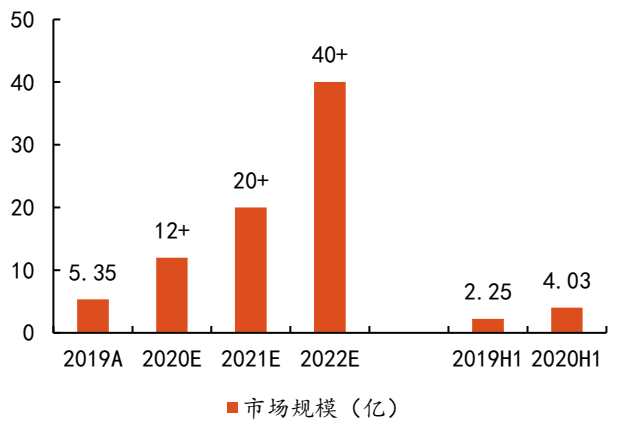
5G 建设尚在初期阶段，云游戏营收能力有限，市场爆发式增长仍需时间。5G 网络全覆盖，高网络速度和低流量费用是云游戏发展所必要的支持。根据中国工程院估计，5G 基站达到 4G 同等覆盖规模大约需要七到八年，2019 年国内共有 5G 基站约 65 万个，仍然处于建设初期阶段。根据伽马数据测算，2020 年云游戏市场规模预计为 12 亿，云游戏发展所依靠的 5G 网络发展、服务器和 GPU 技术的发展都还有巨大的发展空间，现阶段云游戏成本高昂，版号审批受限，结合已上线云游戏平台营收表现来看，目前云游戏平台营收能力有限。

图表 40：中国 5G 基站个数（万）

图表 41：中国云游戏市场规模



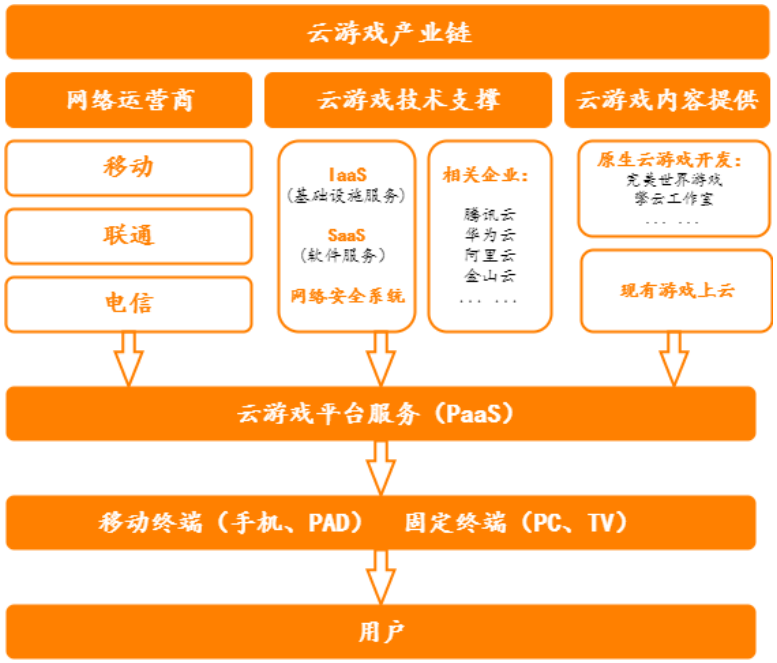
资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所



资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

云游戏产业链初具雏形，龙头企业提前抢占行业赛道。云游戏促进了整个游戏产业链的升级，虽然 5G 建设和技术水平都仍有广阔的发展空间，但是云游戏产业链的细分领域已经开始初具雏形。根据伽马数据，预计未来三到五年云游戏产业将进入快速成长期，同时云游戏原生产品将会带来更大的发展。云游戏发展基于高成本投入和高技术门槛，目前市场上，百亿以上市值且拥有游戏业务的上市企业云游戏布局比例已达 35.1%，占比高于百亿市值以下企业 12.0%的占比数据。各大头部游戏公司如腾讯、网易、完美世界和三七互娱等公司纷纷提前布局云游戏产业，提前抢占赛道。

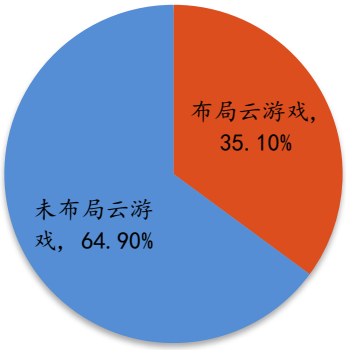
图表 42：中国云游戏产业链



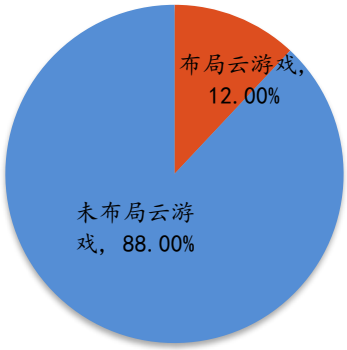
资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

图表 43：百亿以上市值且拥有游戏业务的上市企业云游戏布局状况

图表 44：百亿以下市值且拥有游戏业务的上市企业云游戏布局状况



资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

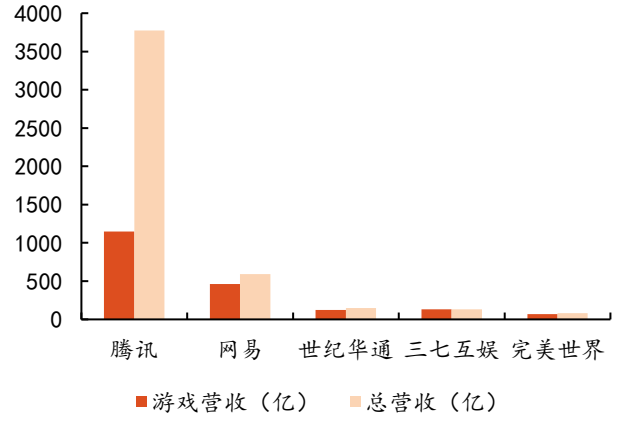


资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

2.1.4 竞争格局：市场份额向头部公司集中

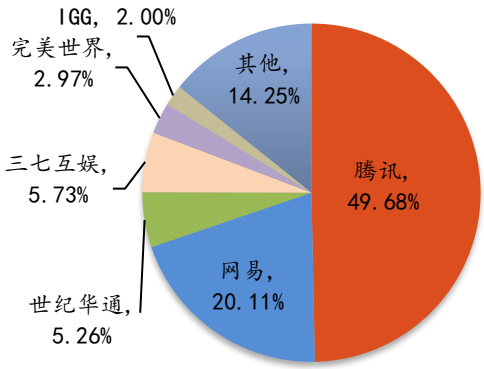
腾讯占据半壁江山，市场份额逐渐向头部公司集中。2019 年营业收入中，腾讯控股总营收和游戏业务营收远高于其他同行业公司，市场份额占比达 49.68%，并且呈现出持续上升的态势。2016-2019 年，腾讯与网易的市场占有率均保持稳定上升，2019 年，两家公司合计占据 70%的游戏市场。2019 年二线游戏公司市场占有率中世纪华通占比 5.26%，三七互娱占比 5.73%，完美世界占比 2.97%，IGG 占比 2%，市场份额基本保持稳定，略有提升。游戏行业市场份额逐渐向头部公司集中。

图表 45：2019 中国 Top 5 游戏公司营收情况



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

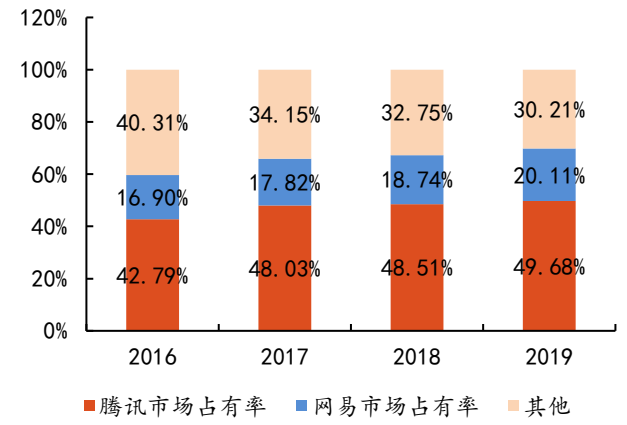
图表 46：2019 游戏行业市场份额分布



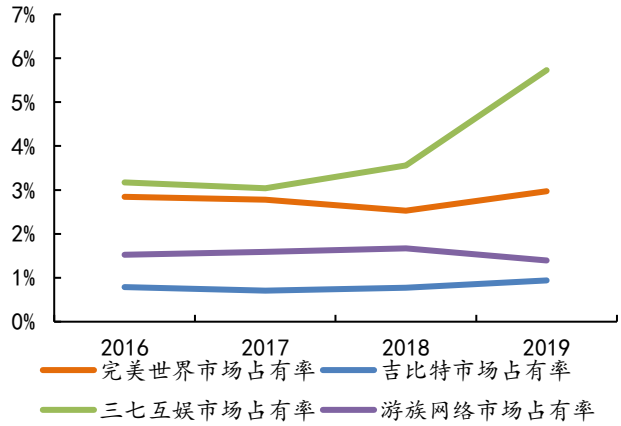
资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

图表 47：头部游戏公司市占率情况

图表 48：二线游戏公司市占率情况



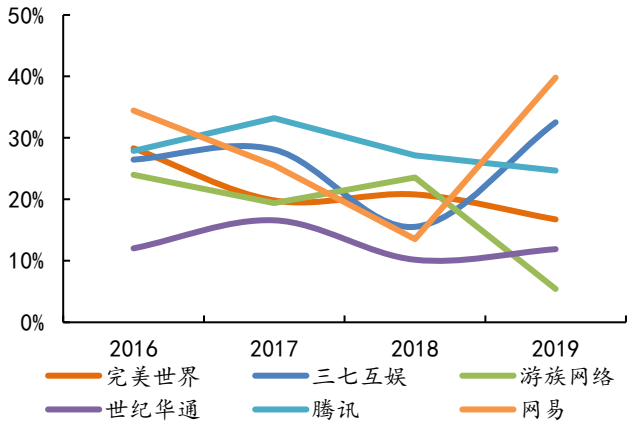
资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

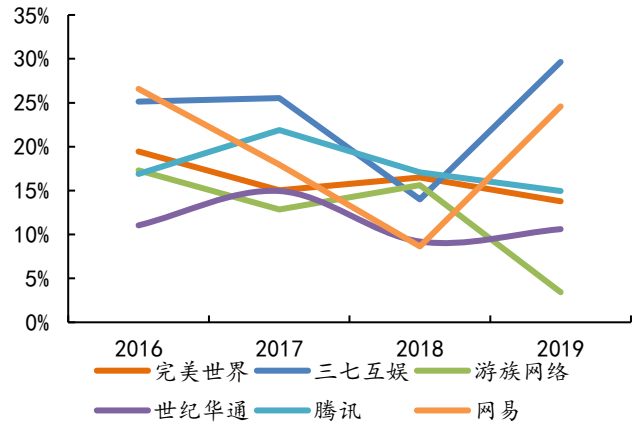
腾讯和完美世界具有相对稳定的 ROE 和 ROI。游戏公司营收主要依靠游戏流水，版号、政策、技术等原因导致的游戏无法按时上线会对游戏公司当年营收产生较大影响。在 2016-2019 年，腾讯、完美世界、世纪华通具有相对稳定的 ROE，其中腾讯控股的 ROE 基本保持在 25%以上。投资回报率方面，由于回报通常基于特定年份，ROI 具有一定的时效性。相较于其他公司，在 2016-2019 年完美世界和腾讯相对具有更加稳定的投资回报率。

图表 49：头部游戏公司 ROE 情况



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

图表 50：头部游戏公司 ROI 情况

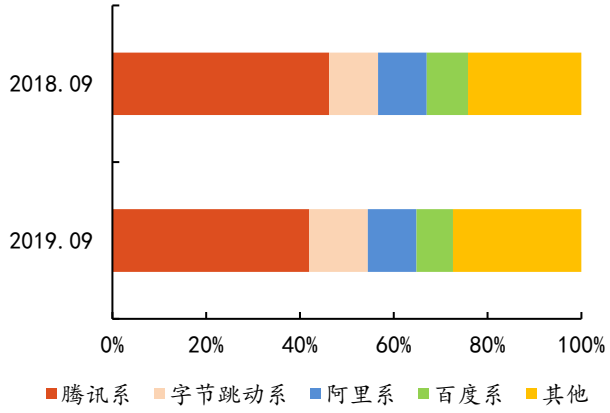


资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

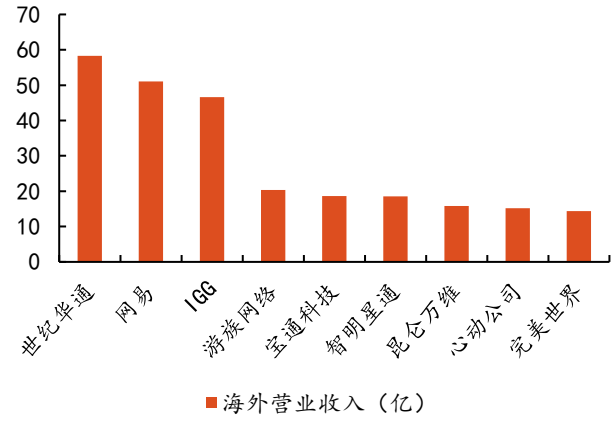
国内存量市场流量竞争激烈，头部公司抢占海外增量市场。国内游戏行业人口红利阶段已经结束，新增游戏用户增长缓慢，获客成本不断升高，存量市场竞争进入到精品化游戏和流量争夺阶段。2018 年 9 月到 2019 年 9 月，腾讯系的流量占比下降了 4.2 个百分点至 42%，同期字节跳动上涨了 2 个百分点，占比达 12.45%，字节跳动的强势入局更是让流量竞争愈发激烈。出海游戏方面，头部游戏公司纷纷布局抢占海外增量市场。除腾讯外，2019 年世纪华通、网易和 IGG 分别排名海外营收规模前三，完美世界 2019 年海外营收 14.4 亿，排名第 9。2019 年第一季度到 2020 年第二季度，腾讯的海外营收规模增长接近四倍。

图表 51：国内市场流量分布情况

图表 52：头部公司海外营收规模情况（除腾讯）



资料来源：Questmobile、东方财富证券研究所

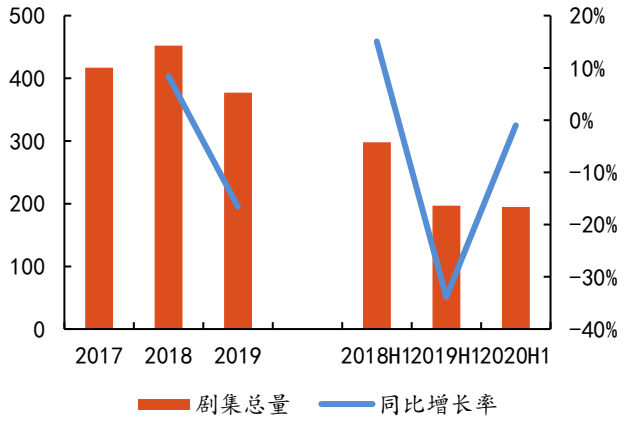


资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

2.2 影视行业：行业整体去库存，影视剧“短”化趋势明显

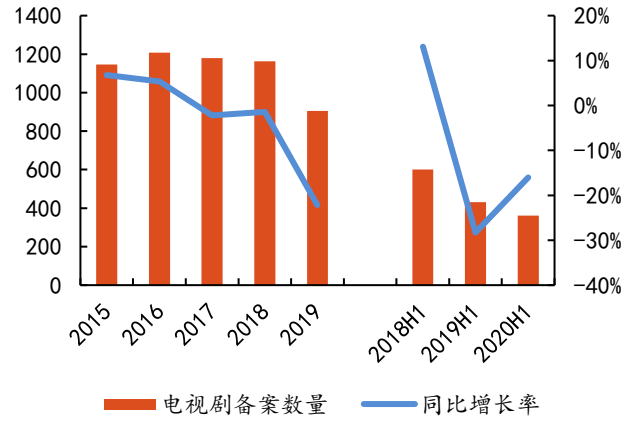
总剧集上线数量下降，备案制作数量不及去年同期。根据艺恩数据统计，2019 年上线电视剧和网剧共 377 部，同比下降 16.59%，其中网络剧占比较为稳定，2019 年占比 64.20%，较 2018 年网络剧占比上升 0.5 个百分点。2020 年上半年电视剧和网剧共上线 195 部，基本达到去年同期（197 部）水平。剧集备案数量方面，2019 年网剧备案数量为 905 部，同步大幅下降 22.18%。2020 年上半电视剧备案数量同比减少 69 部，下降 16%。同时网剧备案数量也远低于去年平均水平。

图表 53：国产剧集上线总量及增速



资料来源：艺恩数据、东方财富证券研究所

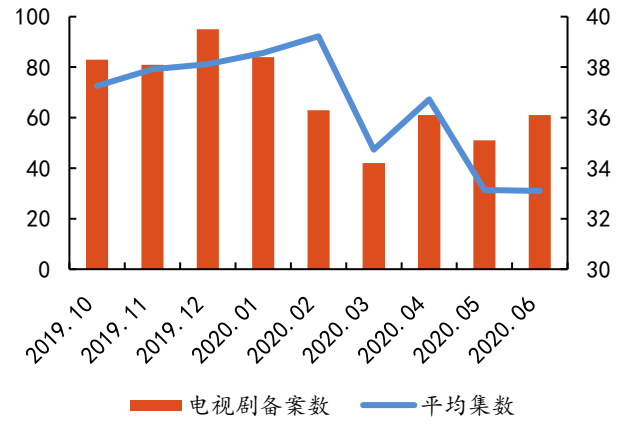
图表 54：电视剧备案数量及增速



资料来源：艺恩数据、东方财富证券研究所

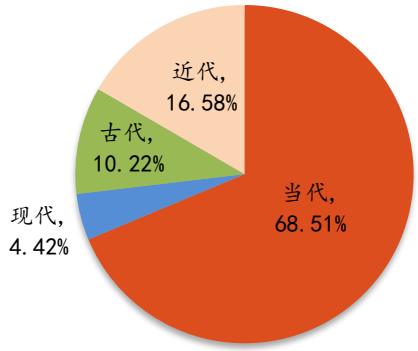
备案电视剧平均集数缩短，当代题材为主要题材，古代题材占比提升。2020 年上半年共备案电视剧 13118 集，同比下降 19.28%，平局集数为 36.2，同比降低 3.89%，其中第二季度平均集数为 34.3，同比降低 9.4%。2020 年 6 月，共备案电视剧 61 部 2019 集，平均每部电视剧 33.1 集，较年初平均水平降低了 5 集。题材分布方面，上半年备案电视剧中，当代题材电视剧占比 68.52%（248 部），同比下降 2.03 个百分点；现代题材占比 4.42%（16 部），同比下降 1.15 个百分点；近代题材占比 16.58%（61 部），同比上升 0.84 个百分点；古代题材占比 10.22%（37 部），同比上升 2.33 个百分点。

图表 55：电视剧备案数及平均集数



资料来源：国家广电总局、东方财富证券研究所

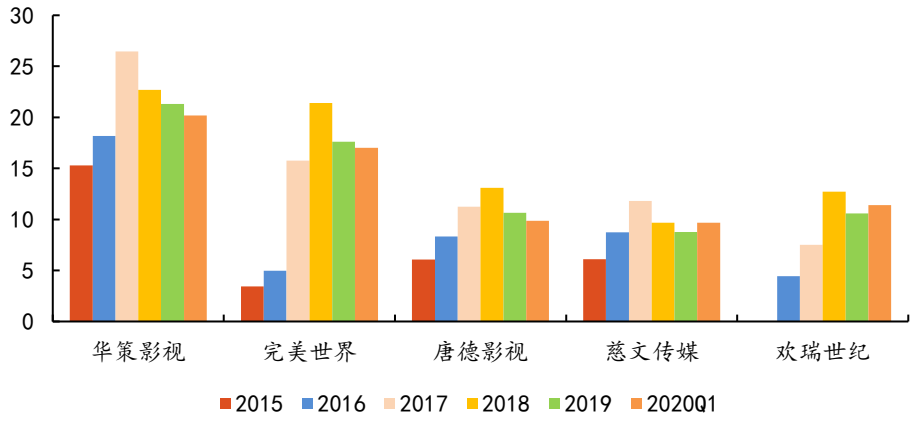
图表 56：2020H1 备案电视剧题材分布



资料来源：国家广电总局、东方财富证券研究所

头部公司面临存货压力，2020 年疫情有望加速库存出清。2017、2018 年影视行业头部公司库存增长明显，主要的影视公司均面临存货周转压力。2019 年开始，各公司陆续开始出清库存，库存量较上年均有所下降。2020 年上半年受疫情影响，居民居家时间大幅增长，在线视频需求量短期上升。制作方面同样受到疫情影响，剧组停工，项目推迟。短期内的需求增加，供给节奏降低，有助于影视公司进一步出清库存，缓解周转压力。

图表 57：影视制作公司存货情况



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

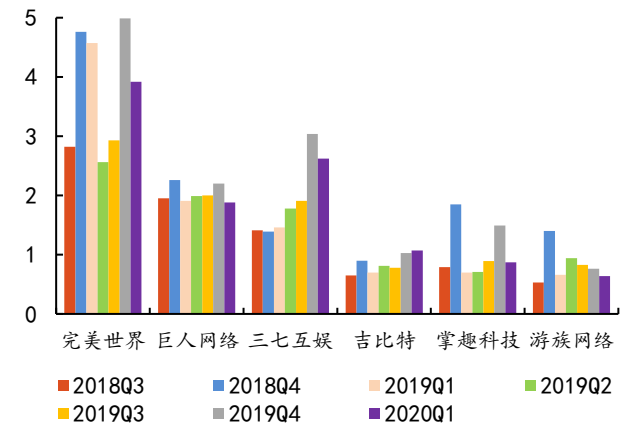
3. 完美世界：拥抱数字技术，建立“大文化”生态圈

3.1 研发：研发投入领先，高质量团队保证产出

研发费用领先行业水平，研发费用率保持上升态势。完美世界研发费用领先于 A 股行业水平，2019 年研发费用总投入为 15.04 亿元，同比增长 6.47%。研发费用率为 22.37%，同比上升 4.78 个百分点。自 2017 年起，研发费用率保持持续上升的态势，并且费用率高于行业内大部分公司。较高的研发费用保证

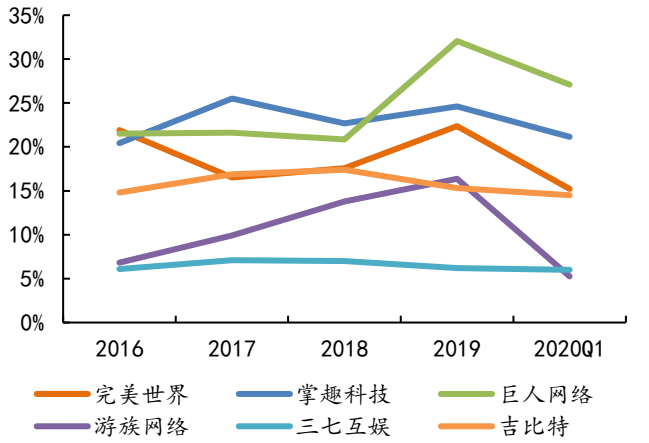
了公司能吸引高质量人才，持续产出高质量游戏。

图表 58：游戏公司研发费用支出情况



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

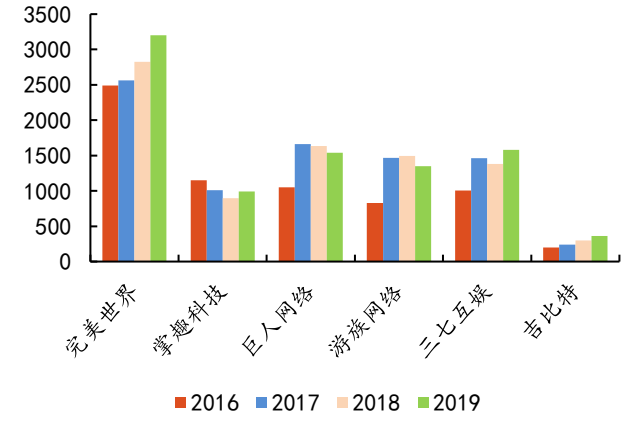
图表 59：游戏公司研发费用率



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

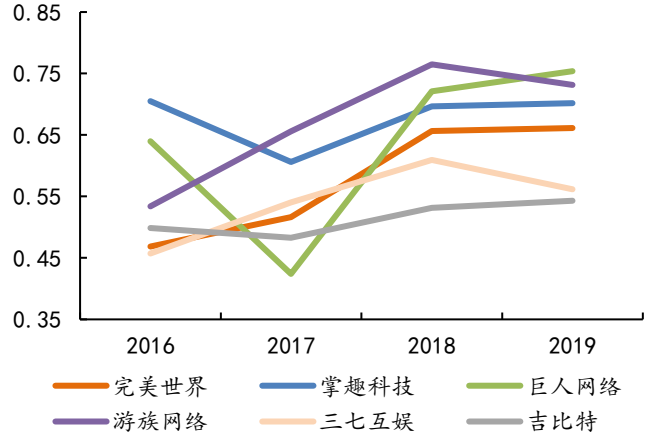
高质量人才团队，保证公司研发能力。研发人才方面，完美世界在研发人员数上高于 A 股行业平均水平。2019 年公司研发人员达 3203 人，较 2018 年增加 380 人，同比增长 13.46%。研发人员占比方面，2016-2019 年研发人员占比持续上升，并且在 2016 和 2017 年相继超过吉比特和三七互娱，2019 年公司研发人员占比 66.13%，较 2016 年增长将近 20 个百分点。公司相继收购了 Runic Games、Cryptic Studio 等顶尖游戏工作室，和《狂暴之翼》、端游《龙之谷》的研发团队等，拥有高质量的研发团队，增强了公司深耕垂直品类和横向开拓新品类游戏的能力。

图表 60：游戏公司研发人员人数



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

图表 61：游戏公司研发人员占比



资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

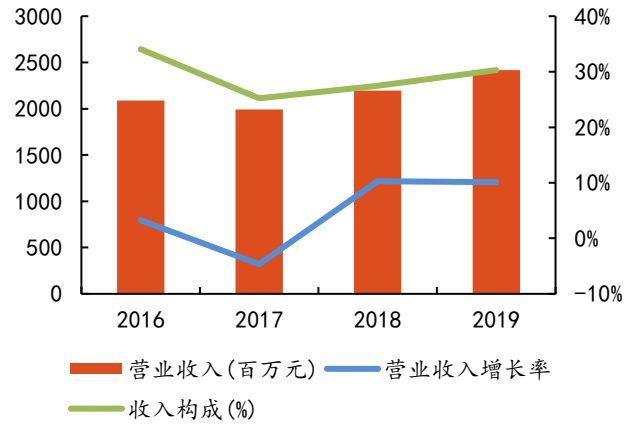
3.2 产品：保持经典 IP 优势领跑，开拓融合新品类游戏

3.2.1 端游：纵向延长经典 IP 寿命，横向发展新品类 IP

经典 IP 持续贡献稳定收入，增长率优于市场整体表现。PC 端网络游戏一

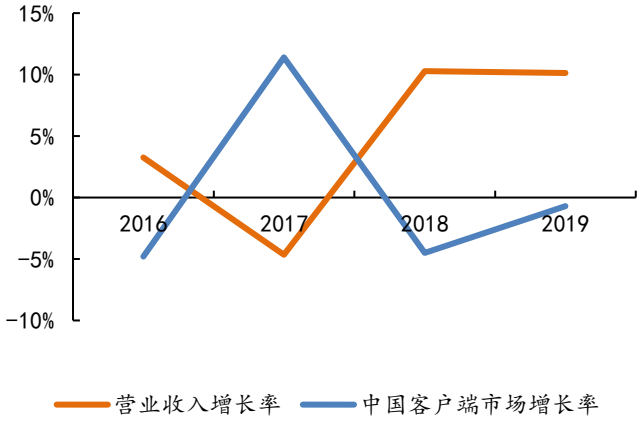
直是完美世界的传统游戏业务，2019 年 PC 端网络游戏实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 10.14%，营业收入占比 30.27%，较 2018 年增长 2.82 个百分点。2016 至 2019 年端游的营业收入和营业收入占比一直维持在一个比较稳定的状态，占比基本维持在 30%，营业收入在 20 亿的基础上，2018 和 2019 年均维持着 10%的增长率稳定增长。同期中国整体端游市场除 2017 年外均维持着销售收入缩减的趋势，完美世界端游收入在大环境缩减的情况下还依然维持稳定的营收，主要得益于强大得研发团队不断深耕经典 IP 作品，使其持续贡献稳定收入，新作也获得市场认可，同期创造营收。

图表 62：完美世界 PC 端网络游戏营业收入及增长



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 63：完美世界 PC 端网络游戏增长率及端游市场整体增长率



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

纵向延长经典游戏 IP 生命周期，横向开发新品类游戏项目。2005 年《完美世界》公测以来，至今已运行将近 15 年，公司通过不断地对游戏内容的丰富和玩法的迭代，达到留存老玩家，吸引新玩家的目的。公司目前已有《完美世界》、《武林外传》、《诛仙》、《赤壁》等多款经典 IP 游戏运营时间超过十年，长生命周期的产品拥有大量高粘性的稳定玩家，以保证长期稳定的游戏流水。除了自有经典 IP 的延续，2012 年公司代理 MOBA 类游戏《DOTA 2》和 FPS 类游戏《CS:GO》，并且开始像新的品类逐渐拓展，相继开发或代理的游戏不再是单纯的 MMORPG 类游戏，覆盖项目开始包括沙盒游戏。生存类游戏和射击类游戏等新的游戏品类，进一步开拓了公司未来的发展空间。

图表 64：完美世界仍在运营端游一览

游戏名称	上线时间	游戏类型	研发类型	运营时间
完美世界	2005.11	MMORPG	自研	15
武林外传	2006.07	MMORPG	自研	14
完美世界 国际版	2006.12	MMORPG	自研	14
诛仙 3	2007.05	MMORPG	自研	13
赤壁	2008.01	MMORPG	自研	12
热舞派对	2008.03	休闲舞蹈	自研	12
口袋西游	2008.10	MMORPG	自研	12
神鬼传奇	2009.04	MMORPG	自研	11
完美国际 2	2009.12	MMORPG	自研	11
完美世界 经典版	2010.08	MMORPG	自研	10

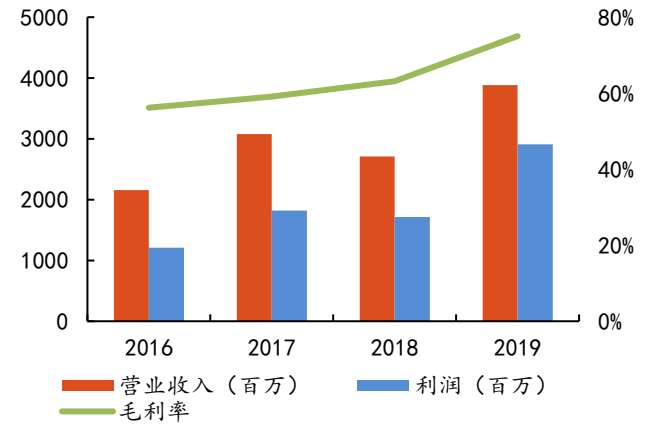
神魔大陆	2010.09	MMORPG	自研	10
神鬼世界	2011.03	MMORPG	自研	9
神雕侠侣	2012.09	MMORPG	自研	9
DOTA 2	2012.10	MOBA	代理	8
笑傲江湖 OL	2013.06	MMORPG	自研	7
神魔大陆 2	2014.06	MMORPG	自研	6
反恐精英：全球攻势（CS:GO）	2016.07	FPS	代理	4
创世战车	2017.07	载具对战	代理	3
深海迷航	2018.01	沙盒生存、探索	代理	2
非常英雄	2019.01	MMORPG	投资	1
遗迹：灰烬重生	2019.08	TPS	发行	1

资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

3.2.2 手游：“端改手”收益明显，拓品类开发新市场

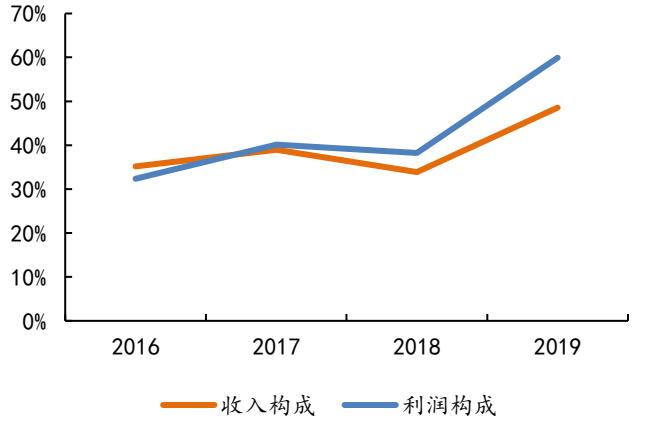
手游营收持续增长，毛利率提升促进利润占比增速高于收入占比增速。2019 年完美世界手游营收 38.8 亿，同比增长 43.15%，四年复合增长率达 15.84%。手游产生利润 29.11 亿元，较 2018 年增长将近 70%，毛利率达 75.02%，同比增长 11.84 个百分点。公司自 2017 年起，手游占利润构成的百分比增速超过收入端增速，主要得益于手游市场的发展速度快于端游和页游市场，以及公司持续推出的精品化游戏受到市场认可。

图表 65：完美世界手游营业收入及毛利率



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 66：完美世界手游占收入构成和利润构成



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

保持 RPG 领域优势，尝试融合不同品类游戏。2019 年至 2020 年 7 月为止，完美世界新发布手机游戏 7 款，其中 RPG 类游戏 5 款，其中还分别涉及 3DRPG、沙盒和传统 MMORPG 不同细分领域游戏，进一步凸显了公司在角色扮演类游戏上多年深耕研发的优势。公司发布了沙盒类游戏《我的起源》，融合 MMO 与沙盒游戏，充分体现了沙盒游戏的高自由度和 MMO 游戏的高社交性。2020 年发布的两款游戏则分别加入了 AR 和云游戏技术，是公司对新领域进一步的探索和尝试。

经典 IP“端改手”收益明显。2015 年公司发布首款移动游戏《神雕侠侣》

即改编于 2012 年端游《神雕侠侣》，其后发布了一系列手游大部分来源于经典端游 IP 改编，例如《诛仙》、《射雕英雄传》、《倚天屠龙记》等。公司客户端游戏生命周期长，多年运营具有强大的用户基础，进而可以形成低成本引流，为手游带来流量红利。2019 年移动游戏收入榜前五中，公司同名“端改手”游戏《完美世界》排名第四，同年 12 月上线的“端改手”游戏《新笑傲江湖》同样表现亮眼。

图表 67：2019-2020 完美世界新上线手游一览

游戏名称	类型	自研/代理
完美世界	ARPG	自研
云梦四时歌	3D 卡牌	自研
神雕侠侣 2	MMORPG	自研
我的起源	沙盒 MMO	自研
新笑傲江湖	MMORPG	自研
梦间集天鹅座	二次元养成	自研
新神魔大陆	MMORPG	自研

资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

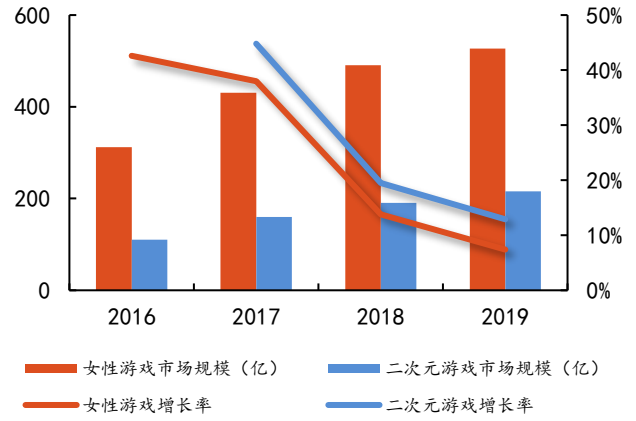
图表 68：2019 中国移动游戏收入 Top5

排名	游戏名称	开发商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯	MOBA
2	梦幻西游	网易	回合制 RPG
3	和平精英	腾讯	射击类
4	完美世界	完美世界	ARPG(MMO)
5	QQ 飞车	腾讯	竞速类

资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

女性和二次元游戏市场呈现增长态势，公司扩展新品类游戏。根据游戏工委数据，2019 年女性游戏用户规模突破 3 亿人，占中国游戏用户规模的 46.2%，贡献实际销售规模达 526.8 个亿，同比增长 7.4%，占游戏整体销售收入的 22.8%。女性游戏用户规模占比将近一半，销售收入占比仅为五分之一，作为游戏市场中越来越重要的一个品类，收入贡献还有待激发。同时二次元游戏用户规模 1.16 亿，同比增长 10.7%，约占整体用户规模的 18%，贡献销售收入 215.6 亿，同比增长 12.9%，占比将近 10%。二次元用户粘性高，消费意愿强，二次元游戏周边产业具有广阔的市场空间。完美世界于 2019 年相继推出二次元卡牌游戏《云梦四时歌》、《梦间集》和《梦间集天鹅座》，进军女性和二次元品类游戏市场，不断拓展公司的游戏品类，布局长期发展。

图表 69：女性游戏和二次元游戏市场规模及增速



资料来源：中国音数协游戏工、国际数据公司、东方财富证券研究所

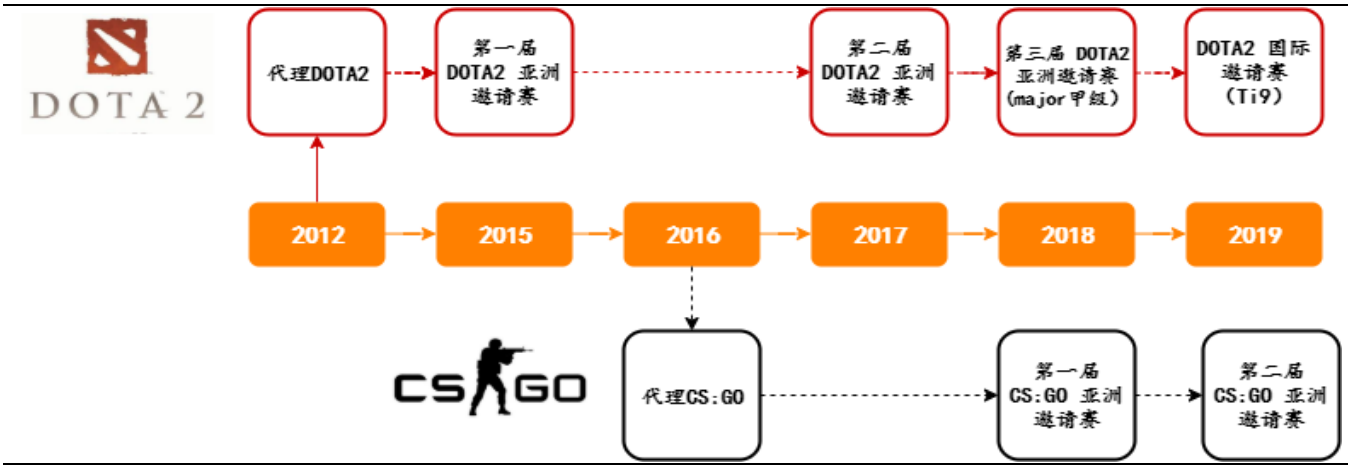
图表 70：完美世界 梦间集天鹅座

资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

3.2.3 电竞：拥抱数字技术，致竞未来

持续布局电竞产业，疫情激发新一轮创新。完美世界分别于 2012 年和 2015 与 Valve 达成合作，成为了国际顶级电竞游戏《DOTA2》、《CS:GO》的中国区代理。在 2015-2019 年相继主办了 DOTA2 亚洲邀请赛，国际邀请赛中国区预选赛，CS：GO 亚洲邀请赛等一系列国际国内的大型电竞赛事，并于 2019 年首次成功举办 DOTA2 最高级别比赛 2019 DOTA2 国际邀请赛（Ti9），比赛期间每日现场观众约 1.3 万人，线上线下总观看人数破两亿。根据游戏工委数据显示，电子竞技市场在 2020 年上半年实际销售收入达 719.36 亿元，同比增长 54.69%，用户规模扩大 4000 万，同比增长 10%。疫情对电竞造成了很大影响，所有的线下比赛无法进行，但是从收入端来看，反而大幅增长。2020 年 DOTA2 国际邀请赛较去年晚开始了 20 天，后续比赛仍未有安排，但是总奖金池早已超过 3000 万美金，比去年同期早了一个月。疫情催生的电竞赛事由线下转入线上，激发了电子竞技新一轮的模式创新。

图表 71：完美世界代理游戏及举办大型国际赛事一览



资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

拥抱数字技术，致竞未来。未来在“5G+”、AI、VR/AR 等多种新技术下融合下，电子竞技将会将巩固互联网技术+娱乐+体育的优势，将吸引和培育更多电竞人口，这有望突破目前电竞的商业模式，成为发源于游戏行业，但又相对独立的另一个巨型增量空间。完美世界目前正在研发远程比赛所用的沉浸式体验设备，以 AR/VR、5G 应用、高速互联网作为体验，使得观赛不再是单纯平面观赛，而是在比赛里的任何一个角度、任何方向，以任何角色体验激烈的对战。同时尝试打造虚拟演播厅，培养二次元虚拟电竞偶像形象，帮助解说、转播比赛，进一步提升观赛体验。

图表 72：DOTA2 VR 观赛体验

资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

3.2.4 云游戏：积极发展新技术，多端经验确保先发优势。

积极发展新技术，多端经验确保云游戏时代先发优势。完美世界多年来一直致力于云游戏的研发，2017 年《深海迷航》首次推出了云游戏版本，2020 年上线云手游《新神魔大陆》，原生云游戏《诛仙 2》也正在积极研发中，完美世界以“云游戏三部曲”的方式步步为营、不断深入探索云游戏。2020 年 7 月完美世界推出首款旗舰级云游戏《新神魔大陆》手游，完整地实现了免下载、高品质渲染、跨终端、引擎自适应这些云游戏特性，打破了国内云游戏发行的零经验、零案例。同时开发和引进 AR 人体骨骼识别技术、AR 面部识别、折叠屏等创新技术。同时，由完美研发，腾讯发行的游戏《我的起源》成为华为 5G 全场景终端发布会上亮相的唯一一款沙盒游戏；《梦间集天鹅座》加入 AR 面部识别技术，为玩家带来更沉浸式的游戏体验。为国内不多的、同时具备大屏端、电脑端、移动端游戏研发经验的厂商，完美世界在云游戏时代具备先发优势。

图表 73：完美世界 5G、AR、云游戏海报

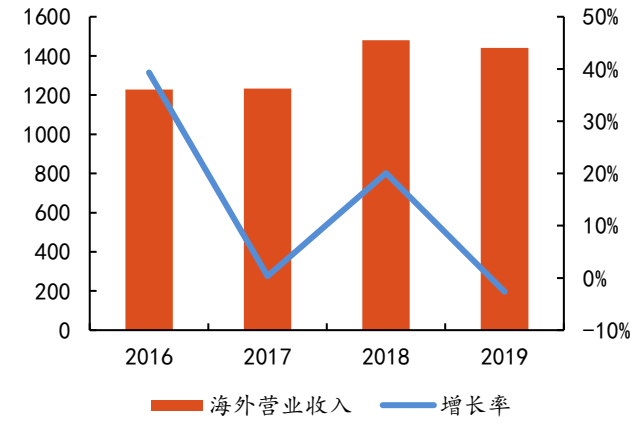
资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

3.3 出海：营销渠道全面覆盖，开放合作共建“蒸汽平台”

海外业务基本保持稳定增长态势。2019 年完美世界位列 2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力排行榜第五位，同年公司海外营收达 14.41 亿，同比下降 2.65%，海外营收占总营收 17.93%，同比下降 0.5 个百分点，占游戏板块营收比例为 21.01%，同比下降 6.3 个百分点，主要系 2018 年《深海迷航》的强势表现拉高基数所致。总体来看海外营业收入基本保持稳定增长态势，但受单产品表现影响较大。

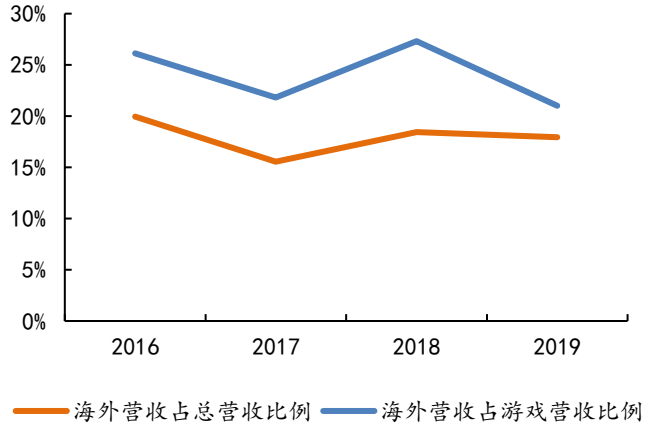
逐步完善海外营销网络，进一步输出优质产品。公司自 2008 年开始逐步建立自己的发行渠道网络，与海外代理商达成长期合作关系，并相继在美国、日本、韩国、欧洲、马来西亚等游戏主要市场成立子公司，全面布局海外发行渠道。2019 年 3 月，完美世界与 Google 达成战略合作，进而形成全球性渠道营销覆盖，进一步输出优质游戏产品。

图表 74：完美世界海外营收及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 75：完美世界海外营收占比情况



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 76：2019 全球移动游戏市场中国企业竞争力 Top10

排名	企业名称	排名	企业名称
1	腾讯游戏	6	米哈游
2	网易游戏	7	IGG
3	三七互娱	8	多益网络
4	世纪华通	9	乐元素
5	完美世界	10	中文传媒

资料来源：伽马数据、东方财富证券研究所

继续加深与 Valve 战略合作，共同建立“蒸汽平台”。2018 年，完美世界与美国 Valve 公司共同宣布，在已有的合作基础上，开展“Steam 中国”项目合作。Steam 平台式全球最大的综合性数字发行平台之一，2019 年 8 月该项目已正式定名为“蒸汽平台”，并有望成为中国最大的游戏聚合平台。

图表 77：6.15-6.21 Steam 在线人数 Top 5

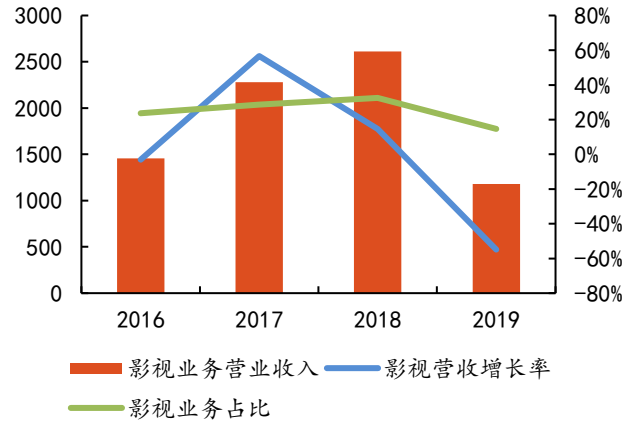
排名	游戏名称	平均最高在线人数	最高在线人数峰值
1	CS:GO	897273	926796
2	DOTA 2	630338	682965
3	PUBG	484007	504994
4	侠盗猎车手 5	133241	142299
5	命运 2	123218	165801

资料来源：Steam、东方财富证券研究所

3.4 影视：核心团队实力雄厚，新文创思维助力发展

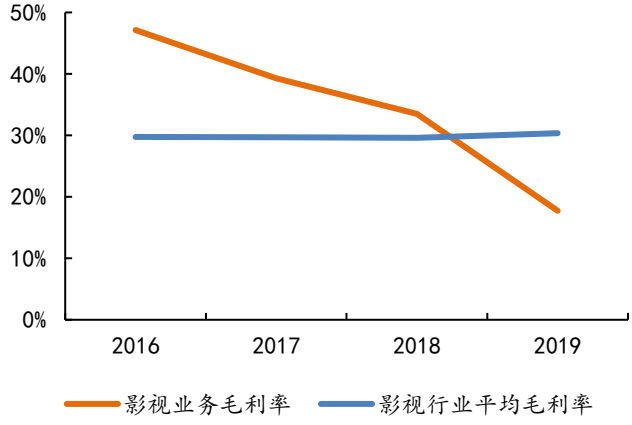
2019 年影视业务表现欠佳，计提资产减值 7.07 亿元。2019 年影视行业整体呈现下行态势，影视剧上线数量大幅降低。在这期间，公司虽然有多部影视剧播出，但是受到行业整体不景气影响，影视业务板块表现欠佳。2019 年，公司影视业务板块整体营收 11.78 亿元，同比大幅下降 54.90%，影视业仅占比 14.66%，同比减少 17.86 个百分点；毛利率 14.66%，减少 17.86 个百分点，首次低于行业平均水平。其中电视剧业务营收 10.6 亿，同比下降 39.38%，艺人及综艺节目业务营收 0.2 亿，同比大幅下降 89.86%。由于剧集售卖价格整体下降，2019 年公司对影视产品计提存货跌价 3.56 亿，同时由于 2017 年收购的天津同心影视传媒有限公司 2019 年业绩低于预期，计提商誉减值 3.51 亿元。

图表 78：完美世界影视业务营收及增速



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

图表 79：完美世界影视业务毛利率及行业均值



资料来源：公司公告、东方财富证券研究所

优质影视剧作品频出，2020 上半年影视剧表现优异。截止 2020 年 8 月，公司出品的《香蜜沉沉烬如霜》、《烈火如歌》、《老酒馆》等一系列头部剧集都在各大平台上收获了不错的播放量和热度，综艺方面也制作播出了《极限挑战》系列、《向往的生活》系列等优秀综艺作品。2020 年上半年上线的四部影视剧《冰糖炖雪梨》、《月上重火》、《三叉戟》和《怪你过分美丽》都相继掀起了观剧热潮，《三叉戟》更是长时间领跑剧集播放榜单；综艺方面，《向往的生活 第四季》在 5 月 8 日上线播出，累计播放量已破 20 亿。

图表 80：2018-2020 公司影视作品一览（部分）

分类	名称	播映时间	猫眼评分	猫眼最高热度	演员阵容
电视剧	《怪你过分美丽》	2020 年 6 月 8 日	8.4	9777.38	秦岚、高以翔
	《三叉戟》	2020 年 5 月 31 日	8.1	9275.35	刘海波、陈建斌
	《月上重火》	2020 年 5 月 28 日	7.7	9699.18	罗云熙、陈钰琪
	《冰糖炖雪梨》	2020 年 3 月 19 日	7.5	9773.74	吴倩、张新成
	《老酒馆》	2019 年 8 月 26 日	8.1	9353.27	陈宝国、秦海璐
	《香蜜沉沉烬如霜》	2018 年 8 月 2 日	8.8	7544.12	杨紫、邓论
	《归去来》	2018 年 5 月 14 日	7.1	6758.95	唐嫣、罗晋
综艺	《向往的生活》	1-4 季	8.4	9662.42	黄磊、何炅、彭昱畅、张子枫
	《极限挑战》	1-4 季	8.9	8000.45	黄磊、孙红雷、黄渤、张艺兴

	《未知的餐桌》	2020 年 6 月 18 日		9951.50	岳云鹏、沙溢
	《无限歌谣季》	2018 年 4 月 21 日	8.1	7377.32	毛不易、李荣浩、于文文
	《欢乐中国人第二季》	2018 年 1 月 28 日		7733.99	海清、撒贝宁、李晨、高博
电影	《唐顿庄园》	2019 年 12 月 13 日	8.8		玛吉·史密斯、米歇尔·道克瑞
	《憨豆特工 3》	2018 年 11 月 23 日	8.6		罗温·艾金森、本·米勒
	《影》	2018 年 9 月 30 日	8.1		邓超、孙俪、郑恺
	《妈妈咪呀 2》	2018 年 8 月 3 日	8.8		比约恩·奥瓦尔斯
	《侏罗纪世界 2》	2018 年 6 月 15 日	8.6		里斯·帕拉特、布莱丝·达拉斯·霍华德

资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

内部持续强化团队制作力，外部积极开展多方位合作。完美影视主要负责完美世界影视业务板块内容制作与发行，在成立之初，就以合作协议、间接持股等方式与优秀团队建立合作。目前公司旗下拥有多家子公司，包含赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇、何静、吴玉江等核心导演、制片人，旗下工作室也持续产出优质内容，例如刘宁工作室相继制作的《香蜜沉沉烬如霜》、《冰糖炖雪梨》均收视、流量、口碑三丰收。外部合作方面，2016 年公司已环球影业达成战略合作协议，在未来 5 年为环球影业旗下 50 部影片投资 5 亿美元，目前参与的影片多部取得优秀的票房表现，以及奥斯卡奖项。2017 年下属基金分别投资了嘉行传媒和新片场，并建立了紧密的合作关系。

图表 81：完美世界旗下完美影视核心制作团队

子公司/工作室	核心人员	职业	代表作品	签约艺人
鑫宝源	赵宝刚	导演	《夜幕下的哈尔滨》《北京青年》《深海利剑》等	王子文、任重、安悦溪、张佳宁等
华美时空	滕华涛	导演	《失恋 33 天》《蜗居》等	
完美蓬瑞	刘江	导演	《媳妇的美好时代》等	
完美建信	郭靖宇	导演	《灵魂摆渡》《红娘子》等	
江何工作室	何静、吴玉江	制片人	《神犬小七》《麻辣变形计》等	
青春你好	梁振华	制片人、编剧	《暴风眼》《三生三世枕上书》等	于小彤等
完美海岸	张海帆	作家、编剧	《花千骨》《华胥引》等	
允亭工作室	孙允亭	编剧、制片人	《北上广不相信眼泪》《毒战》等	
张弘毅工作室	张弘毅	导演、编剧	《湄公河行动》《何以笙箫默》等	
刘宁工作室	刘宁	制片人	《冰糖炖雪梨》《香蜜沉沉烬如霜》等	韩玖诺、何宣林等
完美远方	苗萌	制片人	《七月与安生》《壮志高飞》等	
李峥工作室	李峥	制片人	《忽而今夏》《趁我们还年轻》	
王贵军工作室	王贵军			
星辰工作室	谌荣	制作人	《触不可及》《失恋 33 天》等	
三始工作室	刘宇宁			

资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

新文创思维，建立“大文化”生态圈。完美世界多年来坚持“大文化”战略，致力于跨界融合，以数字文创的方式赋能其他行业，最终打造生态共赢的“大文化”生态圈。为此完美世界深入进行内部融合，业务彼此关联，相互支撑，形成“榕树型”业务结构，并广泛与社会各界联动，进一步扩大影响力，

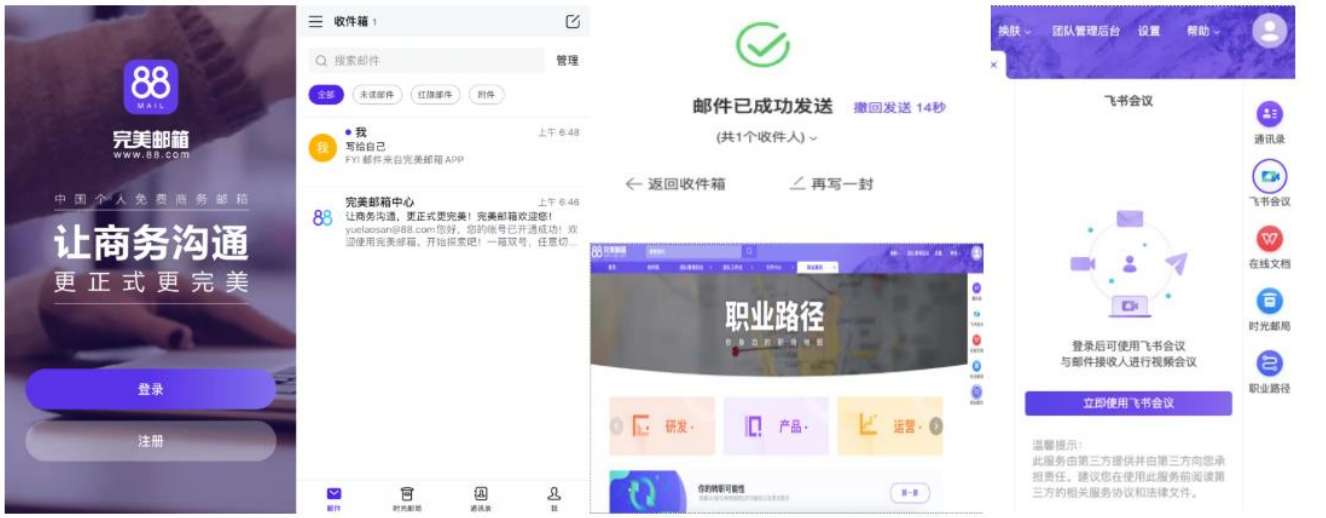
促进产品融合，开发 IP 潜能。公司“完美世界”、“诛仙”等系列经典 IP，不断迭代推出新的游戏产品，实现多端覆盖。影视剧联动方面，2018 年《烈火如歌》电视剧上线后不久，公司便推出同名手游《烈火如歌》，2020《诛仙》手游与电视剧《冰糖炖雪梨》、《神雕侠侣 2》与电视剧《全世界最好的你》都进行了多样化联动，进一步实现建立“大文化”生态圈战略。

3.5 商务：88 品牌全新上线，再“跨界”聚焦互联网商务

88 品牌全新上线，初步计划进入 5 个垂直领域。2020 年 8 月 8 日，完美世界发布全新互联网品牌及旗下首款商务产品——完美邮箱，超级域名 www.88.com 同步亮相，正式进入互联网商务领域。公司此次推出的全新 88 互联网品牌，核心围绕邮箱、知识平台、职场社交、招聘产品和商业资讯等互联网产品，旨在为用户提供全景式个人高效沟通与社会化连接解决方案。

商务邮箱定位清晰，专注年轻人的商务需求。新产品完美邮箱，锁定“商务”关键词，定位清晰精准—瞄准包括中小微企业、自由职业者，以及即将进入职场的大学生等存在商务需求的核心用户，立足邮箱基本功能，打造商务沟通与办公平台。产品在强调差异化的同时，更强调要在商务领域给更多个体和小微企业赋能。完美邮箱基础功能完整，包括收发邮件、邮件模板、一箱双号切换、邮件管理、文件管理等。产品中还包含为协同办公、公司团队合作提前布局的团队管理功能，以及针对年轻群体的职业路径规划，此外还包含邮件撤回，时光邮局等一系列附加功能。同时邮箱提供多想如飞书、WPS 等第三方服务，为以后继续拓宽互联网商务品类打下基础。

图表 82：完美世界旗下完美邮箱



资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

游戏业务：公司已上线游戏中，经典头部产品《完美世界》手游和端游、《诛仙》、《新笑傲江湖》等游戏预计继续贡献稳定收入流水。2020 年新上线游戏《新神魔大陆》《梦间集天鹅座》表现良好，其中《新神魔大陆》上线一小时即登顶 iOS 前三。新游戏预计将显著提升业绩水平。同时公司储备《梦幻诛

仙》、《战神遗迹》、《完美世界》主机板、《Trochlight Frontiers》等多款游戏，预计未来收入仍能保持稳定增长。预计 2020-2022 年游戏板块营收分别为 85.7/100.5/115.8 亿元，同比增长 24.93%/17.22%/15.27%，毛利率平稳增长，分别为 66.81%/68.96%/70.47%。

影视业务：受行业下行因素影响，影视业务整体下滑趋势明显，公司未来重点将是去库存及回款。2020 年上半年上线剧集《怪你过分美丽》、《冰糖炖雪梨》、《月上重火》、《三叉戟》均收获不俗表现，预计 2020 年影视板块业绩整体较 2019 年有明显增长。同时公司储备《斛珠夫人》、《风暴眼》等多部优秀影视剧作品，预计未来影视剧板块将迎来业绩回暖。预计 2020-2022 年影视板块营收分别为 19.2/15.4/16.2 亿元，毛利率 40%/35%/35%。

图表 83：完美世界主营业务盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
游戏业务	**5421.12**	**6860.75**	**8570.81**	**10046.52**	**11580.44**
yoy	-4.06%	26.56%	24.93%	17.22%	15.27%
PC 端网络游戏	2196.10	2418.82	2684.37	2998.59	3193.32
移动网络游戏	2710.94	3880.61	5365.29	6502.63	7817.26
主机游戏	462.52	457.44	471.16	485.30	499.86
游戏相关其他收入	19.80	60.05	50.00	60.00	70.00
毛利率	**66.56%**	**68.17%**	**66.81%**	**68.96%**	**70.47%**
影视业务	**2612.65**	**1178.72**	**1923.71**	**1538.97**	**1615.92**
yoy	14.62%	-54.88%	63.20%	-20.00%	5.00%
电视剧	1748.83	1060.08	1923.71	1538.97	1615.92
经纪及其他	193.88	19.66	80.00	120.00	120.00
影视相关其他业务	161.96	94.41	113.29	124.62	130.85
毛利率	**33.50%**	**18.73%**	**40.00%**	**35.00%**	**35.00%**
其他	895.59	162.00	243.29	299.62	310.85
营业收入(百万元)	**8033.78**	**8039.00**	**10737.82**	**11885.11**	**13507.21**
yoy	1.31%	0.07%	33.57%	10.68%	13.65%
综合 毛利率	**55.40%**	**60.81%**	**61.85%**	**64.33%**	**65.99%**

资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所

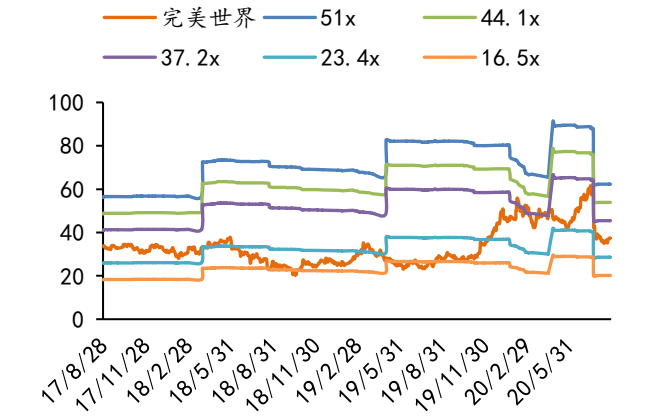
预计 2020-2022 年，完美世界营业收入分别为 107.4/118.9/135.1 亿元，同比增长 33.57%/10.68%/13.65%，归母净利润分别为 23.1/28.4/33.0 亿元，同比增长 53.42%/23.30%/16.18%，EPS 分别为 1.19/1.47/1.70。完美世界作为游戏+影视双擎驱动公司，针对不同业务板块分别选取行业可比公司进行比较。游戏板块公司已有品类优势领先，研发实力雄厚，同时积极开拓新品游戏品类，布局云游戏。参考公司历史 PE 水平，以及可比公司 2021 年平均 PE 为 28.27，考虑未来 5G、云游戏所带来的发展，游戏行业整体估值仍有上升空间，给与公司 2021 年游戏板块 32XPE 估值倍数。影视方面，公司仍有优质的储备影片，近期上线影片成功收获放映量与口碑，同时公司积极建设“大文化”生态圈，可比公司 2021 年 PE 平均值为 32.86，参考公司历史 PE 区间，考虑目前影视行业整体下行趋势，给与影视板块 30XPE 估值倍数。对应完美世界 12 个月目标市值 900.91 亿元，目标价 46.45，给与“买入”评级。

图表 84：可比公司估值

板块	公司名称	股票代码	市值（亿）	EPS			市盈率		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
游戏	吉比特	603444.SH	442.69	16.05	19.63	22.63	41.92	34.90	30.08
	世纪华通	002602.SZ	839.90	0.53	0.63	0.71	22.49	18.84	16.75
	巨人网络	002558.SZ	437.47	0.54	0.72	0.88	39.09	29.98	24.20
	掌趣科技	300315.SZ	264.72	0.26	0.40	0.49	37.88	25.09	20.44
	腾讯控股	0700.HK	46574.03	12.19	15.11	17.94	39.88	32.17	27.09
	三七互娱	002555.SZ	909.96	1.33	1.57	1.81	34.69	29.25	25.08
	网易	NTES.O	4796.00	4.43	5.15	5.89	32.10	27.63	24.15
	行业平均						35.44	28.27	23.97
影视	华策影视	300133.SZ	136.77	0.28	0.36	0.45	25.05	20.10	17.56
	慈文传媒	002343.SZ	40.37	0.43	0.53	0.58	20.28	16.19	14.80
	新媒股份	300770.SZ	268.03	2.51	3.25	4.01	47.07	36.23	29.19
	芒果超媒	300413.SZ	1183.95	0.87	1.06	1.27	71.85	58.92	49.08
	行业平均						41.06	32.86	27.66
	完美世界	002624.SZ	711.46	1.19	1.47	1.70	31.60	25.63	22.06

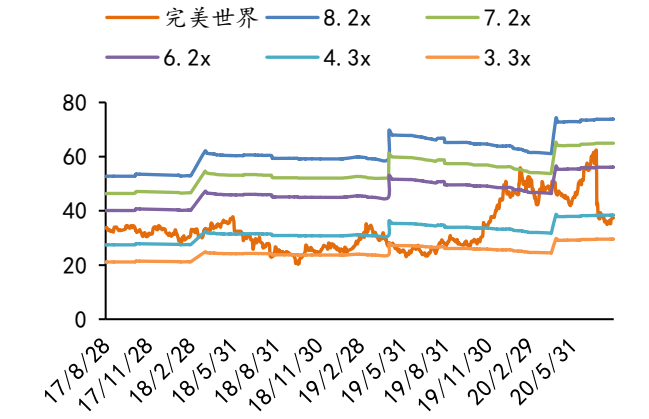
资料来源：公司公告、Choice、东方财富证券研究所 （可比公司数据来自 choice 一致预期）

图表 85：完美世界历史 PE（TTM）区间



资料来源：Choice、东方财富证券研究所

图表 86：完美世界历史 PE（TTM）区间



资料来源：Choice、东方财富证券研究所

5. 风险提示

游戏版号获取不及预期： 游戏行业竞争日益激励，产品迭代速度加快，产品无法取得版号，将导致产品无法上线或者上线时间延迟，容易流失市场份额，对公司业绩产生较大影响。

上线游戏产品表现不及预期：游戏产品内容化，精品化趋势日益明显，上线产品是否能产生预期收益，将对公司业绩产生较大影响。

影视行业政策风险：影视行业监管严格，政策趋近将会导致项目无法或延期上线，进而影响公司业绩。

核心研发人才，影视技术人员流失：高质量的研发和制作团队是游戏、影视公司持续产出精品项目的基本保证，核心人才也是各大公司积极争取的对象，若核心人才流失，将降低公司竞争力，影响项目产出，进而带来不利影响。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10132.11**	**11907.78**	**14813.88**	**18432.54**
货币资金	2525.50	3176.14	5496.36	8330.58
应收及预付	2896.58	3425.15	3904.97	4453.44
存货	1760.21	2295.12	2375.01	2573.98
其他流动资产	2949.81	3011.37	3037.54	3074.54
非流动资产	**6497.28**	**6474.91**	**6597.89**	**6730.64**
长期股权投资	1913.90	1913.90	1913.90	1913.90
固定资产	364.02	365.70	367.39	369.07
在建工程	47.55	63.20	80.24	106.99
无形资产	213.96	277.04	364.16	445.64
其他长期资产	3957.86	3855.07	3872.20	3895.04
资产总计	**16629.39**	**18382.70**	**21411.77**	**25163.18**
流动负债	**4799.61**	**4223.97**	**4366.90**	**4748.02**
短期借款	1138.64	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1092.15	1325.04	1411.58	1626.32
其他流动负债	2568.82	2898.93	2955.32	3121.69
非流动负债	**1701.04**	**1701.04**	**1701.04**	**1701.04**
长期借款	225.32	225.32	225.32	225.32
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1475.72	1475.72	1475.72	1475.72
负债合计	**6500.65**	**5925.01**	**6067.94**	**6449.06**
实收资本	1364.86	1364.86	1364.86	1364.86
资本公积	2325.47	2325.47	2325.47	2325.47
留存收益	5858.80	8164.45	11007.30	14310.19
归属母公司股东权益	9514.71	11820.36	14663.21	17966.10
少数股东权益	614.03	637.32	680.61	748.02
负债和股东权益	**16629.39**	**18382.70**	**21411.77**	**25163.18**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8039.02**	**10737.82**	**11885.11**	**13507.21**
营业成本	3141.66	4096.37	4238.95	4594.08
税金及附加	31.22	62.05	59.71	66.12
销售费用	1145.02	1664.36	1901.62	2228.69
管理费用	684.54	751.65	831.96	945.50
研发费用	1504.47	2147.56	2377.02	2701.44
财务费用	206.21	-22.96	-53.78	-92.44
资产减值损失	-707.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	427.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	229.40	391.79	486.68	477.13
资产处置收益	-1.52	0.00	0.00	0.00
其他收益	89.11	128.69	155.27	162.69
营业利润	**1341.73**	**2559.27**	**3171.58**	**3703.62**
营业外收入	10.46	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	**1345.86**	**2559.27**	**3171.58**	**3703.62**
所得税	-101.29	230.33	285.44	333.33
净利润	**1447.16**	**2328.94**	**2886.14**	**3370.30**
少数股东损益	-55.64	23.29	43.29	67.41
归属母公司净利润	**1502.80**	**2305.65**	**2842.85**	**3302.89**
EBITDA	1673.62	2117.25	2569.68	3065.36

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2023.44**	**1496.34**	**2061.60**	**2595.09**
净利润	1447.16	2328.94	2886.14	3370.30
折旧摊销	141.50	101.42	93.83	93.99
营运资金变动	401.95	-562.03	-442.95	-403.33
其它	**32.83**	**-371.98**	**-475.42**	**-465.86**
投资活动现金流	-1994.32	312.74	269.88	250.39
资本支出	-444.88	-79.05	-216.80	-226.74
投资变动	-1564.11	0.00	0.00	0.00
其他	14.67	391.79	486.68	477.13
筹资活动现金流	**-1426.65**	**-1158.45**	**-11.27**	**-11.27**
银行借款	1875.80	-1138.64	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.50	0.00	0.00	0.00
其他	-3305.94	-19.81	-11.27	-11.27
现金净增加额	**-1383.96**	**650.64**	**2320.21**	**2834.22**
期初现金余额	3851.85	2525.50	3176.14	5496.36
期末现金余额	2467.89	3176.14	5496.36	8330.58

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力（%）				
营业收入增长	0.07%	33.57%	10.68%	13.65%
营业利润增长	-29.09%	90.74%	23.93%	16.78%
归属母公司净利润增长	-11.92%	53.42%	23.30%	16.18%
获利能力（%）				
毛利率	60.92%	61.85%	64.33%	65.99%
净利率	18.00%	21.69%	24.28%	24.95%
ROE	15.79%	19.51%	19.39%	18.38%
ROIC	13.82%	13.99%	14.09%	13.96%
偿债能力				
资产负债率（%）	39.09%	32.23%	28.34%	25.63%
净负债比率	64.18%	47.56%	39.55%	34.46%
流动比率	2.11	2.82	3.39	3.88
速动比率	1.63	2.11	2.68	3.17
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.58	0.56	0.54
应收账款周转率	3.54	4.12	3.90	3.84
存货周转率	4.57	4.68	5.00	5.25
每股指标（元）				
每股收益	0.77	1.19	1.47	1.70
每股经营现金流	1.04	0.77	1.06	1.34
每股净资产	4.91	6.09	7.56	9.26
估值比率				
P/E	56.97	31.60	25.63	22.06
P/B	9.00	6.16	4.97	4.06
EV/EBITDA	35.56	23.02	18.06	14.22

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。